

НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ І ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ: ОРТОДОКСАЛЬНИЙ ТА ГЕТЕРОДОКСАЛЬНИЙ ПІДХОДИ

■ Віктор Козюк

Тернопільський національний економічний університет

E-mail: viktorkoziuk@tneu.edu.ua

Стверджується, що посткризові дискусії стосовно статусу центробанків меншою мірою стосуються вибору між вищим чи нижчим рівнем незалежності, а більшою – того, як співвідноситься така незалежність із компетенціями у сфері фінансової стабільності. Висувається гіпотеза, що зростаюча роль фінансових факторів у порядку денному макроекономічної політики вплинула на виникнення двох підходів до незалежності центробанку. У рамках ортодоксального підходу відповідальність за фінансову стабільність є викликом чіткій моделі “один мандат – одна ціль – один інструмент”. Втручання у фінансовий цикл погіршує транспарентність і викривлює відповідальність, а ризики дефляційного зміщення суперечать принципам цінової стабільності, для чого, власне, центробанки наділяються незалежністю. Згідно з гетеродоксальним підходом більша відповідальність центробанків за фінансову стабільність потребує поширення на неї принципу незалежності так само, як у випадку з монетарною політикою в силу політико-економічних викликів. Незалежність необхідна для захисту легітимності втручання у фінансовий цикл і запровадження жорсткішого регуляторного режиму. Визнається, що ортодоксальний погляд внутрішньо суперечливий, тоді як вразливістю другого є те, що він потребує якісних інститутів. Побудова складних організаційних моделей політики фінансової стабільності – наслідок її вразливості до політичної інтерпретації, потенційної конфліктності з політикою цінової стабільності. На переконання автора, потрібно зберегти пріоритетність мандата цінової стабільності, а питання щодо фінансової стабільності повинні бути чіткіше інституціоналізовані для захисту незалежності. Це дасть змогу звузити підстави для політичних маніпуляцій, особливо тих, які можуть виникнути на підґрунті асиметричної ефективності політики цінової та фінансової стабільності.

Класифікація JEL: E02, E44, E58

Ключові слова: незалежність центробанків, фінансова стабільність, цінова стабільність, макропруденційне регулювання, фінансовий цикл, динамічна інконсистентність

I. ВСТУП

Нові макроекономічні феномени та фінансова турбулентність після глобальної кризи вже тривалий час спонукають до концентрації дослідницької уваги на ролі центральних банків у “нових” умовах. Нині усталене явище “нової нормальності” (від англ. – new normal), слідуючи за “переосмисленням макроекономічної політики” (від англ. – rethinking macroeconomic policy), залишає відкритим питання про оптимальний характер інституціонального формату функціонування монетарних органів. Реалізація програм неконвенціональної монетарної політики позначилася на змінах у її операційному дизайні, внаслідок чого питання співвіднесення між новими ознаками роботи центробанків, середовища їх активності з їхнім статусом дедалі більше загострюється. Водночас посткризові зрушення у функціонуванні центробан-

ків та поява нових зон відповідальності підкреслюють, що традиційні виклики не зникають, а доповнюються новими. У посткризовій реальності питання незалежності центробанків стають дедалі більше артикульованими й фінансова стабільність є їхнім інтегральним вираженням.

Проблема визначення ролі незалежності центральних банків у сфері фінансової стабільності багато в чому зумовлюється тим, що досягнення цінової та фінансової стабільності – не завжди одне і те саме. Відсутність кількісної основи для другої, брак інструментального забезпечення, застосування якого дає передбачувані результати, відмінності в горизонті політики є тільки початком переліку того, що їх різнить. Попри разкові відмінності між змістом цінової та фінансової стабільності, тим не менше існує чимало питань, які їх зближують. Таким спільним знаменником є, зокрема, проблема політичного тиску, динамічної інконсистентності, а також якості інститутів.

У світлі вже усталених у літературі поглядів на проблему незалежності і критичні міркування щодо цього в контексті нової реальності функціонування центробанків після кризи в статті висувається гіпотеза про наявність двох базових підходів: ортодоксального, у рамках якого фінансова стабільність є викликом канонічній моделі незалежності центробанків, що функціонує за принципом “один мандат – одна ціль – один інструмент”, і гетеродоксального, згідно з яким принцип незалежності центрального банку повинен бути поширений на функціонал у сфері фінансової стабільності за аналогією з тим, як це мало місце щодо цінової стабільності. Відповідно ця стаття є спробою систематизувати дискусійні питання щодо взаємозв'язку між фінансовою стабільністю і незалежністю центробанків, на основі чого теоретичне розуміння такого взаємозв'язку було би поглиблене. Це поглиблення структурується за такими напрямками: порівняльний аналіз цінової та фінансової стабільності у світлі інструментарію аналізу незалежності центробанків; проблема динамічної інконсистентності у сфері фінансової стабільності; питання проактивної та реактивної політики в світлі статусу монетарних органів; оптимальний дизайн макропруденційного регулювання. Дані напрями аналізуються в світлі проблеми зв'язку між якістю інститутів та фінансовою стабільністю тощо.

Структура статті така. В розділі II зроблено аналіз літературних джерел, на основі чого виділяються докризові та післякризові доміанти в аналізі зв'язків між незалежністю центробанків та фінансовою стабільністю. Розділ III концентровано на питаннях відмінностей між ціновою та фінансовою стабільністю, потенційною конфліктністю в їх досягненні та наслідках для монетарної політики і незалежності центробанків. У розділі IV розкриваються питання динамічної інконсистентності у сфері політики фінансової стабільності та відповідного інституціонального дизайну центробанків. Розділ V присвячено питанням інституціонального дизайну макропруденційної політики та узагальненням із приводу ортодоксального та гетеродоксального поглядів на питання незалежності центробанків у царині фінансової стабільності.

II. НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ, ФІНАНСОВІ ШОКИ ТА МОНЕТАРНІ РЕАКЦІЇ: ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

1. Базовий погляд на проблему

Добре задокументований емпіричний зв'язок між рівнем незалежності центральних банків та інфляцією (Grilli et al., 1991; Cukierman, 2008; Crowe and Meade, 2008; Arnone et al., 2006; Arnone et al., 2008) співіснував із таким же раннім поглядом на те, що виконання функцій за межами монетарної політики знижує рівень їхньої автономії. Не випадково, що під час обрахунку канонічного GMT-індексу покладання на центробанк функцій із банківського нагляду розглядалось як підстава для зниження величини першого (Grilli et al., 1991). Основна мотивація така. Інклюзивна інформація про стан банківської системи, що генерується в рамках виконання наглядових функцій, є стимулом до виконання ролі кредитування останньої інстанції всупереч інфляційним цілям. Розширення зони політичного тиску на центробанк також висувалося як аргумент. Такий політичний тиск пов'язується з “протекцією” щодо окремих банків. Він також зумовлюється сприйняттям тягаря банківського регулювання, яке, підвищуючи фінансову стабільність завдяки відповідним мікропруденційним процедурам, тим не менше може знизити дохідність банківського бізнесу завдяки жорсткішим вимогам щодо стандартів кредитування. Базовий висновок, який із цього випливає, зводився до того, що широкі функції центробанків у сфері фінансової стабільності звужують їхню незалежність та загрожують вищим рівнем інфляції.

Водночас такий висновок, прийнятий за принцип побудови індексів незалежності, швидше, відкрив шлях до ширшої дискусії, яку умовно можна поділити на три частини: зв'язок між ціновою та фінансовою стабільністю, емпіричний аналіз функцій реакцій центробанків на фінансові шоки, емпіричний аналіз зв'язку між рівнем незалежності і фінансовою стабільністю.

Стосовно питання про зв'язок між ціновою та фінансовою стабільністю, то тут чітко виокремлюються такі погляди. На думку Smets (2014), це: ототожнення цінової та фінансової стабільності; випереджальне досягнення фінансових цілей є тригером макроекономічної волатильності; цінова та фінансова стабільність конфліктують між собою. На основі таких підходів можна побачити дві базових модальності участі монетарної політики в забезпеченні фінансової стабільності: розчищення ринку через збільшення пропозиції ліквідності після фінансового шоку; підвищення ставок для “проколю-

вання бульбашки” ще до того, як вона вибухне і призведе до кризи (IMF, 2015). Два даних варіанти політики отримали назву відповідно реактивного та проактивного підходів до реагування центробанку на фінансову нестабільність із допомогою монетарних інструментів (нагадаємо, варіанти макропруденційних інструментів до кризи активно не дискутувалися).

Емпіричні дослідження функції реакції також дають неоднозначні результати. Загалом простежується тенденція до того, що центробанки реагують на фінансовий стрес більшим зниженням ставок порівняно з тими, які могли б вважатись оптимальними, виходячи з обрахунків на основі “правила Тейлора”. Наслідком цього є вищий рівень інфляції після кризи (Bauducco et al., 2008). У дослідженні Cecchetti and Li (2005) наголошено на важливості фази циклу та проциклічних ефектах мікропруденційного регулювання, втім, підтверджують заниженість ставок. У праці Bulir and Cihak (2007) також указано на нижчі ставки як реакцію на фінансовий шок, але водночас наголошують на важливості структурних характеристик економіки. Реактивна політика частіше зустрічається в більш закритих економіках. У дослідженні Bogio and Lowe (2004) виявлено домінування реактивної політики. Втім, це прямо не свідчить про те, що “наглядові функції знижують рівень незалежності, а ексклюзивна інформація про стан банківської системи спонукає до м’якшої політики, наслідком якої є вища інфляція”. Проте саме таку характеристику проблеми подано у пізнішій праці (Cihak, 2010).

На противагу аналізу функції реакції, результати якого можна кваліфікувати як непрямі (побудоване на логічних умовиводах) підтвердження гіпотези про те, що випадки фінансової нестабільності і додання їй наслідків позначаються на зниженні монетарної автономії, емпіричні дослідження зв’язку між індексом незалежності центробанків і такою нестабільністю вказують на іншу картину. Наприклад, у дослідженні Garcia Herrero and Del Rio (2003) та Cihak (2007) констатовано наявність прямого зв’язку між обраним індексом незалежності і фінансовою стабільністю. В обох випадках остання асоціюється саме з банківською стабільністю і відповідна змінна застосовується в панельній регресії. У праці Klomp and de Naan (2009) виявлено обернений зв’язок між індексом незалежності і фінансовою нестабільністю для періоду 1985 – 2005 рр. для широкої вибірки країн. Особливістю їхнього дослідження є використання декількох специфікацій індексу незалежності та широкого набору індикаторів фінансової нестабільності. Тобто їхнє розуміння останньої передбачає застосування змінних, що характеризують як банківські, так і ширші фінансові кризи. Найважливішим результатом їхнього дослідження є те, що фінансова нестабільність значно щільніше обернено корелює з політичною незалежністю центробанків порівняно з економічною. Це можна тлумачити як спроможність центробанків відсікати політичний тиск, що призводив би до політики, несумісної з фінансовою стабільністю. Такий висновок контрастує з лінією досліджень, започаткованих DeBelle and Fischer (1994), відповідно до яких для підтримання цінової стабільності роль інструментальної (економічної) незалежності є вагомішою.

Водночас висновок, викладений у праці Klomp and de Naan (2009), має кілька принципових політико-економічних наслідків. Непрямо наголошується на якості інститутів та здатності відсікати політичний тиск, а також на самовідповідальності центробанку, наділеного сильним автономним статусом. Також тут знімається конфлікт між ціновою та фінансовою стабільністю, оскільки рівень незалежності позитивно впливає на них обох у довгостроковому періоді. Цей висновок усе ж таки варто вважати більше інституціональним. Ключова роль політичної незалежності щодо фінансової стабільності опосередковано кореспондує з висновками другої генерації досліджень зв’язку між монетарною автономією та інфляцією, в рамках якої наголос робиться на якості інститутів та рівні розвитку демократії як драйверів суспільного вибору на користь більш незалежних центробанків (огляд цієї проблеми подано в працях Bodea and Hicks (2012), Dincer and Eichengreen (2014), а також Козюк (2016).

2. Посткризовий досвід: дедалі менше теоретичного консенсусу

Глобальна фінансова криза позначилася на перегляді чи не найбільш усталеного погляду про розподіл ролей у досягненні цінової та фінансової стабільності: монетарна політика забезпечує першу, а мікропруденційна політика – другу через нагляд за окремими фінансовими установами. Слідування “правилу Тінбергена” було дуже “зручним” для концептуального погляду на незалежність центрального банку, оскільки відкривало шлях до ортодоксального підходу “один мандат – одна ціль – один інструмент”. Однак саме перегляд такого поділу і необхідність запровадження інструментів політики, адресованих системним ризикам, на чому наголошується в ряді відомих праць Blanchard et al. (2010, 2013), Eichengreen et al. (2011), Bayoumi et al. (2014), стало відправним пунктом посткризових дискусій із приводу ролі незалежності центробанків у сфері фінансової стабільності.

Аналіз літератури з даного питання дає змогу виділити моменти, які є важливими з тих міркувань, що традиційна ортодоксія переглядається. Навіть якщо допустимо залишитися в межах традиційного мандата, операційний вихід за його межі вже є доконаним фактом (Caguana, 2013; Козюк, 2015). Рефлексії з приводу наслідків глобальної фінансової кризи та поява “нової нормальності” структуруються довкола таких моментів.

По-перше, саме фінансові кризи є рушійною силою, яка призводить до зміни мандата монетарних органів. Такі події спричиняють підвищення значення відповідальності за фінансову стабільність у мандаті, конкретні формулювання якого варіюють у часі (Reinhart and Rogoff, 2013). Опитування функціонерів центробанків підтвердило це. Роль фінансової стабільності в макростратегіях та практичному фокусі роботи монетарних органів суттєво підвищилася, навіть

якщо фактичної зміни мандата не відбулося (Carre, 2012). З іншого боку, надмірні очікування суспільства та ключових економічних акторів із приводу того, що центробанки “можуть усе”, робить їх украй вразливими до політичного тиску. Агресивні стимулюючі кроки, довгострокові наслідки яких є або сумнівними, або деструктивними, становлять небезпеку (Blinder, 2012; Cecchetti, 2013; Caruana, 2013; Orphanides, 2013; Rossi, 2013).

По-друге, питання, чи повинен мандат центробанку експліцитно включати завдання із забезпечення фінансової стабільності, стосується не лише інтерпретації аналітичної структури поняття незалежності, а й відповіді на інше запитання: як співвідносяться між собою цінова та фінансова стабільність? Саме в цій площині ведуться найгостріші дискусії. Відмінності між ціною та фінансовою стабільністю в екстраполяції на політичну інтерпретацію мандата і наслідки для політичної оцінки результатів діяльності центробанку є перепорою на шляху пошуку теоретичного консенсусу. Тут можна виділити кілька альтернатив:

- цінова та фінансова стабільність повинні досягатися відокремленими незалежними органами (Svensson, 2012, 2016);

- фінансова стабільність має бути визнана експліцитно мандатом центробанку, але останній повинен бути наділений високим рівнем незалежності, транспарентності й відповідальності (Eichengreen et al., 2011);

- фінансова стабільність не обов’язково повинна визнаватись експліцитно. Головне, щоб рівень незалежності центробанку уможливив проактивну політику та запобігав перетворенню антикризових заходів у перерозподіл добробуту й підпорядкування фіскальним цілям (Козюк, 2015);

- в умовах ризиків дефляції питання мандата не принципове (Does Central Bank Independence Still Matter, 2008). Підвищення цільового рівня інфляції може бути бажаним для розширення зони зниження ставок із метою ефективної стабілізації (Blanchard et al., 2010).

По-третє, питання організаційного дизайну набуває принципової ваги безвідносно до того, є фінансова стабільність складовою мандата експліцитно, чи вона імпліцитно впливає на рішення центробанків подібно до того, як фінансові шоки впливають на відхилення інфляції та ВВП-розривів від цільових значень. Дослідження, в яких наголос робиться на питаннях організаційного дизайну, тобто включення до компетенції центробанку макропруденційного нагляду чи делегування цієї функції окремому органу, свідчать про відсутність одностайності. У випадку, коли не існує провалу координації, а обмін інформацією про агреговані ризики й системну вразливість еластичний, дизайн органів, відповідальних за фінансову стабільність, не має принципового значення. Однак у випадку, коли існують інституціональні імперфекції процесу координації, кращим вибором є концентрація функцій у межах центробанку (Bayoumi et al., 2014). Альтернативний погляд передбачає квазіфіскальний характер інструментів макропруденційного регулювання, а тому кращим вибором є делегування повноважень у сфері фінансової стабільності окремому органу, який би працював у тісному зв’язку з міністерством фінансів (Georgsson, 2015). Цей погляд на організаційний дизайн кореспондує з підходом, викладеним у праці Svensson (2012, 2016). Втім, саме політико-економічні аргументи набувають пріоритетного значення, коли йдеться про делегування повноважень у сфері макропруденційного регулювання незалежному центробанку (Eichengreen et al., 2011; BIS, 2011; Acharya, 2015). Це свідчить про відхід від традиційної ортодоксії “один мандат – одна ціль – один інструмент” і появи певної альтернативи у теоретичному аналізі зв’язку між незалежністю центробанків та фінансовою стабільністю.

Водночас на захист традиційного підходу в праці Masciandro and Volpicella (2016) автори висувують емпіричний аргумент. Вони не заперечують щодо важливості макропруденційного регулювання в архітектурі посткризової економічної політики. Однак те, чи будуть вірогідно такі повноваження надані центробанку, залежить від того, чи він уже виконує функції з мікропруденційного регулювання і чи є менш політично незалежним і менш обмеженим у монетарній політиці своїм мандатом. Ключовим тут є те, що нижчий рівень політичної незалежності кореспондує з вищою вірогідністю делегування центробанку додаткових функцій у сфері макропруденційного регулювання. Аналогічними є висновки Masciandro et al. (2008) із приводу ролі якості інститутів та рівня незалежності центробанку у сфері фінансового нагляду. Вони стверджують про наявність сильнішої кореляції між якістю врядування і більш підзвітними органами нагляду. Незалежність у сфері фінансового нагляду сама по собі не гарантує кращого результату безвідносно до того, хто його здійснює – центробанк чи окремий регулятор.

Беручи до уваги висновки про позитивний зв’язок між якістю інститутів, незалежністю центробанків і транспарентністю (див. Dincer and Eichengreen, 2014), результати досліджень Masciandro et al. (2008, 2016) вказують на принципову важливість інституціональних детермінант не тільки цінової, а й фінансової стабільності. Хоча такі результати посилюють традиційну ортодоксію. Втім, вищий рівень інфляції в країнах, де центробанк виконує функцію мікропруденційного регулювання (Bayoumi et al., 2014), та обернений зв’язок між індексом незалежності центробанку та вірогідністю фінансового стресу (Cihak, 2010) свідчать про наявність вразливих місць у новокейнсіанському підході до макрополітики. Також Cihak (2010) констатує, що індекс незалежності центробанків перебуває в оберненому зв’язку з індикаторами раннього попередження криз, але в прямому – з індикаторами, що відображають якість і повноту звітів про фінан-

сову стабільність, а також з індексом запровадження Базельських ключових принципів у сфері банківського нагляду (Compliance with Basel Core Principles). Тобто рівень незалежності має значення для забезпечення фінансової стабільності. Іншими словами, якщо функціонал центробанку може (і повинен) бути адресований фінансовій стабільності, питання відходу від моделі “один мандат – одна ціль – один інструмент” мають бути піддані глибшому теоретичному опрацюванню.

Гіпотеза про наявність ортодоксального та гетеродоксального підходів щодо ролі незалежності центробанків у сфері фінансової стабільності дасть змогу краще структурувати теоретичні розбіжності й полярні пропозиції щодо характеру політики та її інституціонального забезпечення у сфері макрофінансового регулювання. Відповідно розуміння статусу центробанків в аспекті фінансової стабільності повинно бути поглиблене в розрізі порівняльної характеристики цінової та фінансової стабільності, аналізу ризиків динамічної інконсистентності політики, адресованої фінансовим стресам та системним ризикам, вибору щодо проактивної чи реактивної модальності монетарних рішень, макропруденційного регулювання, інституціональних детермінант тиску на центробанк тощо.

III. ЦІНОВА ТА ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ: ПРИРОДА КОНФЛІКТУ, ПРОБЛЕМА ЧИТАННЯ МАНДАТА І ПИТАННЯ СТАТУСУ ЦЕНТРОБАНКІВ

1. Відмінність поглядів на макроекономіку

На основі узагальнення досвіду 1970 – 1990-х рр. стає очевидним, що дотримання цінової стабільності, принаймні теоретично, було достатньо для фінансової. Втім, із поширенням гіпотези про раціональні очікування характер пояснення дещо змінився. Згідно з висновками, викладеними у праці Schwartz (1995), економічні агенти включають стан фінансової системи в очікуваний рівень інфляції, а тому додаткового контролю за фінансовими змінними не потрібно. Достатньо забезпечувати цінову стабільність. Можна стверджувати, що саме такий стан речей сформував передумови для тривалого панування ортодоксії, згідно з якою якщо незалежний центробанк найкраще спроможний упоратися з інфляцією, то це і буде найпростішим інституціональним рішенням, адресованим забезпеченню фінансової стабільності.

Однак у умовах низької і стабільної інфляції чи навіть дефляції ситуація змінюється. Відхилення інфляції вниз від цільового значення і відповідне зниження ставок та експансія ліквідності, так само, як і “пошук дохідності” та “прийняття ризику” стають відправним пунктом дилеми з приводу того, якою повинна бути монетарна політика: проактивною чи реактивною? Це саме стосується питання про перехрещення компетенцій монетарної, макро- та мікропруденційної політики. Усі три можуть впливати на динаміку агрегованого кредиту в економіці і відігравати важливу роль у функціонуванні такого каналу монетарної трансмісії, як канал ставлення до ризику. Відсутність теоретичного консенсусу щодо модальності й оптимальної координації між монетарною, макро- та мікропруденційною політикою знаходить продовження в дискусії про інституціональний формат забезпечення цінової та фінансової стабільності, внаслідок чого питання незалежності, зокрема мандата, центрального банку опиняється в епіцентрі уваги.

Так, згідно з новокейнсіанським підходом, викладеним у працях Bernanke and Gertler (1999) та Svensson (2012, 2016), будь-які рішення центробанків, що здійснюються не у відповідь на відхилення інфляції та ВВП від цільових значень, призводять до їх надмірної варіації і дезорієнтують економічних агентів. Втрати від проактивного втручання завжди будуть високими, а репутація монетарних органів – під питанням. Репутаційні втрати можуть бути значними, оскільки неспроможність ідентифікувати “бульбашку” на ринку активів чи на кредитному ринку в режимі реального часу робить актуальним питання: що саме спонукало центробанк відхилитися від оголошених цілей політики? Якщо незалежність найкраще забезпечується за наявності жорсткого мандата підтримання цінової стабільності, визначення інфляційної цілі та застосування інструменту, зв'язок якого із ціллю є передбачуваним, то відхилення від оголошених цілей буде серйозним аргументом щодо відповідальності монетарних органів. Якщо реакція на фінансові дисбаланси може підвищити політичну вразливість центробанку, то краще делегувати відповідний інструмент або спеціалізованому органу, або диференціювати “офіси” всередині центробанку таким чином, щоб кожен із них орієнтувався на релевантні цілі, застосовував відповідний інструментарій та будовав незалежні стратегії комунікацій і відповідно ніс відокремлену відповідальність.

Неважко помітити, що ризик втрати “частини економічного зростання” через реакцію на вірогідну (і не обов'язково неминучу) подію в майбутньому перетворюється на своєрідний макроекономічний фетиш. Парадоксальним чином традиційна новокейнсіанська риторика про небажаність реакції на поведінку змінних, відмінних від інфляції та ВВП, закладає передумови для вузького підходу до розуміння того, для чого і чим є незалежність центральних банків. Ортодоксальний підхід “один мандат – одна ціль – один інструмент” є результатом домінування погляду на детермінанти макроекономічних коливань, у структурі яких фінансовий сектор не відіграє принципової ролі.

З іншого боку, як засвідчили події під час та після глобальної фінансової кризи, розчищення ринків шляхом реалізації неконвенціональної монетарної політики є виходом за межі даної ортодоксії. Без зміни мандата трансформація цілей та модифікація і розширення набору інструментів призводять до того, що оцінити незалежність монетарних органів на основі стандартного ортодоксального підходу стає вкрай важко. Ризики дефляції призводять до пошуку складних

схем впливу на очікування (наприклад, *forward guideness*), спонукають до небаченої присутності на ринку активів, розширюють коло установ, яким адресована політика ліквідності. Але це легітимізує відхід від ортодоксального підходу у сфері незалежності центробанків, у рамках якого наголошувалося на небажаності врахування міркувань фінансової стабільності у монетарних рішеннях. Акцент на тому, що фінансовій стабільності повинен бути адресований спеціальний інструментарій, лише пом'якшує вихідну позицію ортодоксального підходу, але не вирішує проблему його міжчасової вразливості. Іншими словами, на тривалому горизонті з нерівномірно розподіленим ризиком системного фінансового стресу ортодоксальний погляд на незалежність центробанку підпадає під динамічну інконсистентність.

Альтернативою новокейнсіанській ортодоксії є погляди представників Банку міжнародних розрахунків. Політика реагування на розкручування спіралі фінансових дисбалансів (відома як “впирання проти вітру” (від англ. – *lean against the wind*) має ту суттєву перевагу, що не допускає переростання “бульбашки” в кризу, з наслідками якої потрібно боротися з допомогою неконвенціональних підходів, які є складовою проблеми, її генератором, а не вирішенням. Апологетика розчищення ринків не бере до уваги фіскальні втрати і структурні спотворення у фінансовій поведінці, концентруючись на можливостях центробанків вирішити більшість проблем у рамках пропозиції ліквідності в екстраординарних масштабах. Саме критика панівних поглядів на реактивний характер монетарної політики як оптимальної лягла в основу перегляду уявлень про арсенал центральних банків та їхню функцію реакцій, тим самим закладаючи підґрунтя для ширшого погляду на їхню незалежність.

При цьому погляди на інструментальне вираження політики співвіднесення цінової та фінансової стабільності еволюціонували. Наприклад, у працях Borio et al. (2003, 2004) спочатку зроблено акцент на важливості монетарних реакцій. Підвищення процентних ставок повинно було обмежити експансію ліквідності і нагромадження фінансових дисбалансів. Згодом акцент змінився на спеціалізований набір інструментів, адресованих системній фінансовій вразливості, відомий як макропруденційне регулювання (Borio, 2006). Однак пізніше Borio (2014) запропонував більш інтегровану модель (BIS, 2016), в якій монетарна, макро- та мікропруденційна політика в сукупності з фіскальною повинні оперувати на більш довгостроковому горизонті скоординованим чином так, щоб мінімізувати проциклічні та дестабілізуючі ефекти кожної з них.

Якщо в рамках ортодоксального підходу можна побачити й апологію стандартного підходу до незалежності центробанків, і можливості вийти за рамки моделі “один мандат – одна ціль – один інструмент” під приводом боротьби з дефляційними ризиками та поглиблення негативного ВВП-розриву, то оцінка підходу BIS буде неоднозначною. Якщо залишатися в межах категоріального апарату ортодоксального погляду, то координація як мінімум чотирьох політик є викликом незалежності або передумовою для підвищення вразливості центробанку у сфері комунікацій. Розширення спектра можливої політичної інтерпретації його дій може спровокувати ризик відносно довільного маніпулювання оцінкою ефективності вжитих заходів та релевантності встановлених цілей. Аналогічно можна побачити, що принципова роль, яка відводиться фінансовій стабільності, може бути витлумачена як поява “фінансового домінування” (поруч із феноменом “домінування очікувань” у рамках реалізації неконвенціональної політики), що підпорядковує монетарні, регуляторні та фіскальні цілі. З іншого боку, розширений функціонал центробанку не виключає, що на нові зони відповідальності повинні бути поширені принципи незалежності. Зростаюче значення координаційного підходу до забезпечення фінансової стабільності не завжди означає відхилення центробанку від встановлених цілей, а, швидше, навпаки – посилення його позицій у коопераційній грі. Це можна сформулювати таким чином. Якщо уряд (та його стейкхолдери) не зацікавлений у короткострокових ризиках рецесії у відповідь на жорсткішу монетарну чи регуляторну реакцію, адресовану проциклічності фінансової системи та її системній вразливості, то його схильність до врахування цих ризиків у визначенні оптимальної траєкторії первинного сальдо бюджету мала би посилитися. Звичайно, це не означає, що уряд, який не має формальних зобов'язань у сфері фінансової стабільності, з легкістю відійде від фіскальних цілей, котрі не враховують макрофінансові ризики, хоча б з огляду його електоральної обмеженості. Водночас сильніша позиція центробанку у скоординованому підході до забезпечення фінансової стабільності можлива за умов вищого, а не нижчого рівнів його незалежності. При цьому вищий рівень незалежності має бути саме політичним, а не лише операційним, що відповідає логіці досліджень, які емпірично виявляють позитивний зв'язок між першою та фінансовою стабільністю (Klomp and de Haan, 2009; Cihak, 2010).

2. Проблема інтерпретації елементів незалежності центробанків

Незважаючи на те, що теоретичні дискусії залишають відкритим питання про те, як співвідносяться фінансова та цінова стабільність, концептуальний погляд на незалежність центробанків у сфері фінансової стабільності наражається на ряд обмежень. Попри валідність припущення щодо необхідності розширення незалежності вслід за розширенням функціоналу центробанку, виникає ряд технічних питань, коли мова заходить про специфікацію мандата, його політичне читання, відповідальність і транспарентність. Якщо ж таке припущення не є валідним, питання статусу, організаційного дизайну та відповідальності звучить ще гостріше. Дана гострота випливає з того, що фактично центробанки розширили відповідальність за фінансову стабільність імпліцитно і неформальна згода на це політичних акторів кореспондувала зі спільними інтересами щодо подолання наслідків кризи та запобігання перетворення дефляційних очікувань у пастку “одвічної рецесії” (від англ. – *secular recession*). Утім, саме відносність результатів неконвенціональної політики породжує або ризик руху в бік розширення відповідальності за фінансову стабільність “не у той спосіб”, або

ризик консервації імпліцитної “сірої зони статус-кво” (Козюк, 2015). І це є інституціональною проблемою, яка визначає дизайн центробанків. Набір складових елементів незалежності центрального банку добре адаптований під боротьбу з інфляцією. Водночас набору елементів незалежності щодо забезпечення фінансової стабільності або немає, або він неусталений, або відносний (див. таблицю 1). Найчіткіше це можна побачити на прикладі самої дефініції, релевантної цілі політики, інструментів, моделі транспарентності і відповідальності (підзвітності).

Таблиця 1. Елементи незалежності центрального банку та їх значення для цінової і фінансової стабільності

<i>Елементи</i>	<i>Цінова стабільність</i>	<i>Фінансова стабільність</i>
<i>Мандат (основне завдання) (політична незалежність)</i>	Чим чіткіше він специфікований щодо безконфліктного досягнення цінової стабільності, тим краще. Наявність рівнозначних основних завдань робить центробанк вразливим до політичного тиску щодо досягнення одного з них	Експліцитне включення до мандата розширює не так зону відповідальності, як політичну інтерпретацію дій. Імпліцитне включення або нерівнозначність основному завданню не усувають проблему політичного тиску. З іншого боку, обидва варіанти посилюють позиції центробанку під час реалізації непопулярних регуляторних заходів
<i>Вибір кінцевої цілі (політична незалежність)</i>	У випадку делегування її центробанку можливість підтримання цінової стабільності зростає. У випадку розподіленої відповідальності або в разі делегування досягнення вже встановленої цілі можливості політичного маневру звужуються, а сама кінцева ціль стає предметом політичного компромісу	Важко визначити на кількісній основі, а тому центробанк завжди буде вразливий до політичного тиску, так само, як зможе апелювати до необхідності врахування фінансової стабільності у поточній політиці безвідносно до дизайну агенцій, що її забезпечують
<i>Процедура призначення та відповідальності керівництва (політична незалежність)</i>	Обрання керівництва на термін, довший за електоральний цикл, а також чіткість процедури визнання відповідальності за політику, усунення з посади тощо забезпечують кращі можливості реалізації політики цінової стабільності	Обрання керівництва на термін, довший за електоральний цикл, діє аналогічно. Однак відсутність чітких критеріїв оцінки фінансової стабільності робить процедуру оцінки ефективності та звільнення керівництва політично вразливою
<i>Вибір інструментів (операційна незалежність)</i>	Є ключовою для забезпечення цінової стабільності	Фінансова стабільність може забезпечуватися кількома видами політик водночас, а тому співвіднести адекватність застосованих інструментів із невизначеними цілями дуже важко. Водночас це не виключає, що центробанк може функціонувати за принципом структурно відокремлених офісів, які мають можливість вибору відповідних інструментів і проводять окрему політику комунікацій
<i>Заборона на фінансування бюджетного дефіциту (операційна незалежність)</i>	Позитивно позначається на ціновій стабільності, оскільки нівелює фіскальне домінування	У моменти ескалації кризи за наявності ув'язки між станом ринку державного боргу та банківської системи звужує можливості політики підтримки ліквідності, які, втім, конфліктують із політикою у сфері цінової стабільності
<i>Заборона на придбання фінансових інструментів, інших, ніж державні цінні папери (операційна незалежність)</i>	Позитивно позначаються на ціновій стабільності й усувають проблему морального ризику	Звужують можливості підтримки ліквідності окремих ринків чи класів фінансових інструментів, хоча обмежують конфлікт щодо інфляційної цілі

<i>Транспарентність</i>	Є ключовим елементом формування релевантних очікувань та формування довіри	Повна транспарентність у сфері фінансової стабільності може посилювати спекулятивні чи панічні настрої, хоча не виключає поліпшення оцінок системних ризиків із боку приватного сектору. Втім, така коректність оцінок можлива в умовах достатньо розвинутої фінансової системи, якісних інститутів та довіри
<i>Відповідальність</i>	Є ключовим елементом забезпечення виконання мандата й усунення політично вмотивованого тиску	Розмитість та інтерпретаційний характер дефініції фінансової стабільності, відсутність чіткої кількісної цілі та відсутність чітко специфікованого операційного каркаса унеможлиблює об'єктивну оцінку дій. Це знижує незалежність центробанку та робить його політично вразливим
<i>Формування резервів під активні операції (фінансова незалежність)</i>	Знімає питання про вибір інструментів та, найголовніше, послаблює вразливість щодо оцінок можливості перерахування прибутку до бюджету	Те саме. Але при цьому масштаби формування резервів можуть бути такими, що зниження обсягу прибутку до відрахування в бюджет може породжувати фінансово-політичні конфлікти
<i>Покриття збитків із бюджету (фінансова незалежність)</i>	Гарантує, що фінансові міркування не впливатимуть на характер політики щодо реалізації мандата	Масштаби збитків можуть бути значними, що робить центробанк вразливим в аспекті фінансово-політичного конфлікту

Примітка. Складено автором.

Так, дефініція цінової стабільності є усталеною і зводиться до того, що цінова стабільність – це низький і відносно стабільний рівень інфляції, що вимірюється індексом споживчих цін. Дефініція фінансової стабільності передбачає цілі набори варіантів визначень і, що найголовніше, структура фінансової системи сама по собі не завжди відіграє ключову роль у генеруванні системних ризиків (наприклад, домінування банків у фінансовій системі не виключає, що джерелом нестабільності може бути “бульбашка” на ринку нерухомості або значні зовнішні запозичення реального сектору тощо), але при цьому залишається важливою для їх правильного розуміння (наприклад, випадок доларизації пасивів, пов’язаного кредитування тощо).

Проблема цілі політики є продовженням проблеми дефініції. Якщо в першому випадку ціль може бути визначена на кількісній основі і сама кількісна основа вже є елементом певного операційного каркаса, то в другому випадку ні конкретної цілі, ні кількісної основи її визначення не існує. Існує певне теоретичне бачення, що відхилення тієї чи іншої фінансової змінної від середньо- чи довгострокового тренду може свідчити про дисбаланси, а тривале відхилення, що переростає в експоненціальний тренд, – про “бульбашку”. Зі строковою структурою процентних ставок чи індикаторами прибутковості ситуація ще складніша. Стиснення спредів може відбуватися відносно повільно, а розширення – миттєво. А прибутковість у фінансовому секторі може бути найвищою саме тоді, коли системні ризики примножуються найбільшою мірою. Виділення певного індикатора, що найкраще засвідчує фінансову стабільність, чи аналіз на основі індексу фінансових умов – це завжди питання інтерпретації.

У випадку інструментів ситуація подібна. Цінова стабільність досягається традиційним набором інструментів, тоді як не існує усталеного набору інструментів для забезпечення фінансової стабільності. Більше того, досягнення останньої може забезпечуватися не однією політикою, а їх набором, які можуть як доповнювати одна одну, так і вступати в конфлікт. Можливе “закріплення” тієї чи іншої політики за відокремленими агенціями також означає, що центробанк не є гарантом фінансової стабільності в останній інстанції.

Ще більша проблема з відповідальністю. Якщо не існує усталеної цілі і вона не має кількісної основи, а набір інструментів допускає широкий набір тлумачення методології їх застосування, політична відповідальність у сфері фінансової стабільності стає відносною. В країнах із сильними інститутами площа відносності звужується через “дискусію по суті”, тоді як в інших випадках така відповідальність має інструментальний характер. У таких умовах відносність тлумачення фінансової стабільності може легко трансформуватися в довільність, профіль якої визначатиметься політичною доцільністю.

Це мало би пояснювати вищу схильність менш розвинутих країн до включення фінансової стабільності до мандата. Те, що цього не простежується в чистому вигляді, швидше, означає сильнішу каузальність між ціною та фінансовою стабільністю, тоді як у розвинутих країнах протиставлення цінової та фінансової стабільності потребує адекватної відповіді з боку регуляторів. Тобто у випадку політично доцільної інтерпретації результатів політики характер мандата може

не мати принципового значення, тоді як за політичної інтерпретації “по суті” питання мандата є складовою інституціонального дизайну.

На цю проблему можна глянути і під іншим кутом. У демократіях із сильними інститутами існуватиме тенденція до пошуку балансу між незалежністю, транспарентністю і відповідальністю, компоненти яких стають об’єктом політичних дебатів “за змістом”. Якщо фінансова стабільність може конфліктувати із ціновою, то відповідь з позиції інституціонального дизайну передбачатиме повне врахування всіх можливих ризиків та загроз. Конкретний варіант вибору щодо характеру мандата й інституціонального дизайну може видаватися випадковим у розрізі країн. Строкатість варіантів зауважено, наприклад, у праці Bayoumi et al. (2014). Але за цим можуть критися певні традиції та політичні практики (Masciandro et al., 2008). У країнах зі слабкими інститутами можуть використовуватися два варіанти:

1. Формальний статус є інваріантом. Головним є фактичний контроль. Тобто вибір щодо інституціонального дизайну диктуватиметься тим, наскільки він дасть змогу краще реалізувати контроль за фінансовою системою;
2. Формальним статусом може допускатися низький рівень незалежності, на основі чого досягатиметься контроль за політикою інституції.

В обох випадках фінансова та цінова стабільність навряд чи будуть антагоністами, оскільки “захоплення” (capture) інституції чи маніпулювання її політикою матимуть подібний негативний результат.

Аналогічно структура фінансової системи може справляти вплив на політичну економію статусу та дизайну центрбанку. В політиці останнього можна побачити певні паттерни. Наприклад, під час кризи та після неї центрбанк може генерувати приховані субсидії фінансовому сектору через різноманітні неконвенціональні заходи чи послаблення регуляторних вимог, прикриваючись аргументами про недопущення шоку кредитного стиснення (credit crunch). Під час фази буму центрбанк може ухилятися від заходів щодо стримування проциклічності фінансової системи, внаслідок чого перегрівання фінансового сектору видаватиметься за джерело швидкого економічного розвитку. Ринкова чи банківська модель та рівень їх концентрації справлятимуть вагомий вплив на те, до якого політико-економічного вибору будуть схильні політичні актори. В системах із розосередженою власністю (dispersed ownership) та в системах із концентрованою власністю (concentrated ownership) мотивація щодо профілю регулювання може відрізнятись. В першому випадку монетарна політика та фінансове регулювання можуть бути більш дистанційованими одне від одного, тоді як у другому – навпаки. Концентроване володіння фінансовою системою допускатиме, що захоплення регулятора (regulation capture) генеруватиме менше трансакційних витрат у політичному процесі, коли широкий набір функцій буде зібрано в рамках однієї структури. Чим більшою мірою збігатимуться слабкість інститутів і концентроване володіння фінансовою системою, тим вірогіднішою буде концентрація повноважень у сфері монетарної політики та фінансової стабільності, за чим слідуватиме тенденція до більшого контролю безвідносно до формального статусу.

IV. ДИНАМІЧНА ІНКОНСИСТЕНТНІСТЬ ТА ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ: ЧИ МАЄ ЗНАЧЕННЯ СТРУКТУРА МАНДАТА

1. Природа конфлікту цілей у коротко- та довгостроковому періоді

Конфлікт цілей політики на відмінних часових горизонтах (динамічна інконсистентність) призводить до погіршення її результату ще до того, як вона починає здійснюватись. У випадку монетарної політики – це інфляційне зміщення (Kydland and Prescott, 1977). На глобальному монетарному рівні ця проблема також можлива. В умовах експансії ліквідності світ постає перед вибором між вищими темпами зростання цін на енергоносії та більшою фінансовою вразливістю (Козюк, 2009). У чистій проекції на фінансову стабільність у дослідженні Сіhak (2010) наведено аргументи, чому регуляторні та антикризові аспекти відповідної політики центрбанку підпадають під динамічну інконсистентність. Для цього робиться декілька припущень. Зростаючий рівень фінансової нестабільності генерує очікування кризи. Очікування кризи генерують проблему морального ризику (moral hazard). Не можна покладатися на якість інститутів повною мірою, внаслідок чого ряд фінансових структур активує так звані “азартні ігри заради воскресіння” (gamble for resurrection). Центрбанк засвідчує, що вдаватиметься до жорстких дій під час кризи. Втім, економічні агенти не довіряють словам центрбанку, оскільки допускають, що замість обіцяної жорсткості (оприлюднення інформації про реальний стан фінансової системи, неухильне дотримання встановлених регуляторних нормативів, додержання всіх процедур банківського нагляду, відсутність підтримуючих ін’єкцій ліквідності тощо) він поведеться поблажливо (lenient). Така поблажливості означає м’яке, або гнучке трактування регуляторних норм, накачування ліквідності, заплещування очей на фактичний стан фінансової системи та потурання ризиковим бізнес-моделям тощо. Як наслідок брак довіри до жорсткого курсу центрбанку у сфері фінансової стабільності означатиме, що під час кризи він поведеться так, як від нього очікують. А це, у свою чергу, допускатиме раціональний вибір на користь поведінки в стилі морального ризику, підсумком якої є нагромадження системної вразливості фінансової системи. В стратегічній грі центрбанк завжди залишатиметься в програші, крім випадку, коли його обіцянки викликать довіру.

Cihak (2010) наводить суттєву відмінність між динамічною інконсистентністю щодо цінової та фінансової стабільності. Монетарна політика є часто повторюваною грою, яка дає змогу досить швидко ідентифікувати характер поведінки центробанку. Так само перебіг гри, де ходи учасників часто повторюються, сприяє швидкому встановленню довіри. Фінансова стабільність розтягнута в часі, а випадки криз не є часто повторюваними явищами. Відстежити логіку дій центробанку в таких умовах складно, а досягнути довіри ще складніше, оскільки для утвердження відповідної думки в економічних агентів потрібні часові інтервали, тривалість яких неможливо визначити.

Для країн, у яких фінансова нестабільність – часте явище, це питання дещо простіше. Як правило, в них причиною нестабільності є неадекватна макроекономічна політика та/або слабкі інститути. В таких умовах нормалізація ситуації відбувається пліч-о-пліч із загальним трендом щодо підвищення рівня незалежності центробанку та поліпшення якості інститутів. При цьому друге дуже часто є запорукою успішного зміцнення статусу центробанку, а перше – тригером глибших реформ в інших сферах функціонування публічного сектору. Втім, зміцнення незалежності центробанку не включає погіршення ситуації, наприклад, у питаннях державного боргу, якщо інші ділянки інституціональної структури країни не зазнають паралельного реформування (Acemoglu, 2008).

Водночас природа динамічної інконсистентності у сфері фінансової стабільності є складнішою (див. таблицю 2).

Таблиця 2. Порівняльна характеристика динамічної інконсистентності в розрізі монетарної, фіскальної політики та політики фінансової стабільності

<i>Складові проблеми динамічної інконсистентності</i>	<i>Монетарна політика</i>	<i>Фіскальна політика</i>	<i>Політика фінансової стабільності</i>
<i>Соціально оптимальна політика в довгостроковому періоді</i>	Підтримання цінової стабільності	Підтримання суверенної платоспроможності	Підтримання стабільності фінансової системи, усунення передумов нагромадження системних ризиків, нейтралізація проциклічності в поведінці фінансового сектору, запобігання фінансовим дисбалансам, підтримання адекватного регуляторного середовища
<i>Соціально оптимальна політика в короткостроковому періоді</i>	Створення несподіваної інфляції для стимулювання зайнятості	Стабілізаційна реакція на шок, або зміна преференцій щодо структури та обсягу видатків і податків	Підтримка ліквідності фінансових установ та/або гнучке застосування регуляторних вимог
<i>Макроекономічна природа конфлікту цілей</i>	Підтримання стабільності цін у довгостроковому періоді суперечить схильності створення неочікуваної інфляції у короткостроковому періоді	Активістська політика, або зміна фіскально-перерозподільних преференцій у короткостроковому періоді суперечить підтриманню боргової стійкості і суверенної платоспроможності у довгостроковому періоді	1) монетарна політика. Підвищення процентних ставок у короткостроковому періоді швидше генерує дестабілізуючі ефекти, тоді як у довгостроковому періоді вірогідність криз та системних ризиків знижується. 2) макро- та мікропруденційна політика. Жорсткіші вимоги в короткостроковому періоді посилюють проциклічність фінансової системи, а в довгостроковому – її послаблюють через оцінку ризиків, характер реакції пропозиції кредитів (ліквідності) на регуляторні вимоги тощо

НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ І ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ: ОРТОДОКСАЛЬНИЙ ТА ГЕТЕРОДОКСАЛЬНИЙ ПІДХОДИ

<i>Реакція економічних агентів</i>	Недовіра до інфляційних обіцянок центробанку та випереджаюче підвищення цін відповідно до усвідомлення наявності конфлікту цілей на коротко- та довгостроковому горизонті політики	Недовіра до обіцянок щодо бездефіцитного бюджету й утримання від збільшення державного боргу відповідно до усвідомлення наявності конфлікту цілей на коротко- та довгостроковому горизонті	Недовіра до жорстких антикризових обіцянок та/ або оголошеного курсу на запобігання моральному ризику в сукупності з очікуваннями ін'єкцій ліквідності
<i>Зміщення політики</i>	Інфляційне	Дефіцитне	Акомодативне
<i>Характер відхилення від рівноважного стану</i>	Вища інфляція порівняно з рівноважною	Вищі обсяги бюджетного дефіциту і, як наслідок, державного боргу порівняно з рівноважними	Вищий рівень системних ризиків, вища схильність до ризикової поведінки, поведінкові спотворення
<i>Спосіб подолання</i>	Реалізація політики на основі кількісного правила (сталий приріст грошової маси, нульова інфляція, діапазон допустимої інфляції), дотримання якого користуватиметься довірою економічних агентів	Реалізація політики на основі кількісного правила (бездефіцитний бюджет, кількісні обмеження на бюджетний дефіцит/ державний борг), дотримання якого користуватиметься довірою економічних агентів	Правила поведінки на момент криз. Але їх важко специфікувати. Незалежність органу, відповідального за фінансову стабільність. Однак формальна незалежність не є гарантією подолання проблеми динамічної інконсистентності. Також забезпечення фінансової стабільності не зводиться виключно до одного виду політики. Це означає, що конвенціональної форми вирішення цієї проблеми не існує

Примітка. Складено автором.

Представлений у дослідженні Cihak (2010) варіант указує на нюанси політики, які, окрім ін'єкцій ліквідності, прямо не стосуються монетарних дій. У світлі питання про те, чи/як повинен реагувати центробанк на фінансові дисбаланси з допомогою монетарних інструментів, динамічна інконсистентність повинна бути поширена на проблему монетарної політики з позиції фінансової стабільності. У даному контексті основою конфлікту між оптимальними монетарними рішеннями на коротко- та довгострокових інтервалах є відмінності в реакціях фінансового сектору та, відповідно, вірогідність трансформації вразливості в дестабілізацію. Тобто в короткостроковому періоді, коли ознаки нагромадження дисбалансів уже з'явилися, наслідки підвищення ставок, із чим пов'язується монетарна реакція на проблему нестабільності, є протилежними порівняно з довгостроковим періодом, у якому підтримання адекватних ставок створює фундаментальні передумови для фінансової стабільності (див. таблицю 3).

Таблиця 3. Відмінності впливу підвищення ставок на макрофінансові процеси в коротко- та довгостроковому періоді

<i>Наслідки підвищення процентних ставок у короткостроковому періоді</i>	<i>Наслідки підвищення процентних ставок у довгостроковому періоді</i>
Посилення негативних проявів балансового ефекту	Зниження схильності до ризику та концентрація на "хороших" інвестиціях
Погіршення кредитних умов	Зниження рівня левериджу. Вивільнення рішень щодо структури капіталу від очікувань знижувальної траєкторії процентних ставок. Формування макроекономічно нейтральної структури капіталу
Підвищення тягаря процентних виплат	
Зниження схильності до банківських запозичень	
Зміщення структури портфелів у бік менш ризикових інструментів	Формування більш адекватної ризик- та строкової структури процентних ставок
Розширення спредів	

Скорочення відстані до дефолту

Витіснення поведінкових спотворень, що паразитують на очікуваннях акомодативної політики та слабкості інститутів регулювання

Примітка. Узагальнено автором на основі IMF (2015) та Bulir and Cihak (2008).

Природно, що в таких умовах неконвенціональні практики центробанків повинні мати логічну кінцеву точку. Але у випадку, коли за час проведення неконвенціональної політики їх статус зміниться в бік послаблення незалежності у відповідь на переоцінені результати дій за межами мандата підтримання цінової стабільності (наприклад для того, щоб така політика здійснювалася на перманентній основі), на перешкоді подальшим діям у сфері забезпечення фінансової стабільності може стати серйозний політичний спротив. Унаслідок цього політика щодо фінансової стабільності з динамічно інконсистентної перетвориться на послідовно ризикогенну. Хоча це крайній випадок, питання про те, як обмежити динамічну інконсистентність центробанків у сфері фінансової стабільності не є тривіальним.

2. Значення мандата

Формулювання мандата у сфері фінансової стабільності як передумова запобігання динамічній інконсистентності є досить проблематичним.

По-перше, якщо відштовхуватися від логіки ортодоксального погляду на незалежність центробанку, то факт динамічної інконсистентності під час реалізації політики цінової стабільності вже є достатньою підставою для поширення даного принципу і на фінансову стабільність. Але аналогія з принципом “один мандат – одна ціль – один інструмент” не може вважатися відправною точкою для аналізу. Це випливає з того, що виникає питання про структуру мандата, а ціль у сфері фінансової стабільності не може бути чітко окреслена, так само, як і набір інструментів. У рамках ортодоксального підходу чим більш дуальним є мандат, тим нижчий рівень незалежності центробанку. Втім, у рамках гетеродоксального бачення привабливішим є вихід за рамки дилеми: “розширення мандата звучує незалежність, але політика у сфері фінансової стабільності її потребує”. Наприклад, Achaarya (2015) змальовує цю проблему таким чином. Мандат на забезпечення фінансової стабільності потрібен для того, щоб долати політичний тиск у випадку проактивної політики, яка стримує економіку під час буму, а не для того, щоб виходити за межі цільової інфляції під час антикризової підтримки фінансового сектору після того, як криза вже відбулася.

Водночас стандартне розширення мандата не можна вважати оптимальним рішенням, оскільки, як неодноразово демонструвалося, цінова та фінансова стабільність можуть бути конфліктними цілями. Іншими словами, питання не в розширенні мандата, а в пошуку такої його специфікації, яка б уможливила поєднання спільного принципу захисту незалежності центробанку із розмежуванням дій та відповідальності щодо монетарної, макро- та мікропруденційної політики. При цьому цінова стабільність повинна залишитися головним завданням з огляду на її принципове значення для здорового макроекономічного середовища функціонування фінансового сектору, її Парето-нейтральну природу й чіткі та визнані критерії ідентифікації.

Фінансова стабільність повинна розглядатися не так як субординована, як паралельна ціль із застереженнями, що основою її досягнення є реалізація декількох видів політики, які повинні координуватися між собою, мати відокремлені офіси, систему звітування та комунікацій, що не виключає можливості для інтегрованої комунікації. Це дасть змогу реалізувати і пояснити проактивні дії у відповідь на перегрівання фінансового сектору в ситуації, коли, наприклад, унаслідок сильного дефляційного шоку продуктивності політичні актори та ринки чекатимуть від центробанку пом'якшення політики. В світлі того, що глобальна інтеграція змінює інфляційні процеси та посилює їхній дезінфляційний профіль, традиційна ортодоксальна модель незалежності центробанку може виявитись і функціонально, і політично вразливою. У випадку дезінфляції, зумовленої глобальними факторами, пом'якшення політики може викликати появу небажаних процесів розкручування спіралі дисбалансів, переростання яких у системну кризу з наступною дефляцією та рецесією викликати інтерес до зниження незалежності центробанків із метою боротьби з ними.

По-друге, ризики прямого і традиційного включення фінансової стабільності до мандата, внаслідок чого він вважатиметься дуальним, зводяться до відомого набору нюансів. Серед них можна виділити такі моменти:

– традиційний конфлікт між ціною стабільністю і функцією кредитора останньої інстанції, що здійснюється в рамках політики фінансової стабільності. В країнах, де валютний курс та платіжний баланс жорстко не обмежують макроекономічну політику, це може не здаватися критичним. Це саме стосується країн із сильними інститутами та надійним фінансовим регулюванням. Однак для країн, вразливих до коливань валютного курсу та реверсів у потоках капіталу, а також країн, перед якими постає проблема викликів інституціональних викривлень, кредитування останньої інстанції може перетворитися на додатковий фактор макрофінансової нестабільності зі значними репутаційними втратами для центробанку;

– складність визначення фінансової стабільності й очевидність її антипода створюють суттєві труднощі в інтерпретації дій центробанків та інтерпретації підстав для політичної відповідальності. При цьому детермінанти фінансової нестабільності можуть змінюватися, що потребує від центробанку широкої дискреційності у виборі інструментів, зв'язок яких із цілями не завжди очевидний або не завжди очевидний на короткостроковому інтервалі. Це саме стосується проблеми перехресного впливу монетарної, макро- та мікропруденційної політики на цінову та фінансову стабільність. Найяскравішим прикладом є валютний курс. На цінову стабільність він впливає через ефект перенесення, а на фінансову – через балансові ефекти. Але при цьому сам курс часто залежить від факторів, на які центробанк уплинути не може. Приклад тому – екзогенні шоки, які детермінують реалокіцію глобальних потоків капіталу;

– суттєві відмінності в горизонтах політики цінової та фінансової стабільності, а також різниця в частоті відхилення від них поглиблюють проблему довіри. Більше того, на різних часових інтервалах довіра до однієї політики може підсилювати довіру до іншої. Це не виключає надмірно оптимістичної оцінки окремих аспектів роботи центробанку та зміщення в оцінці факторів, які призводять до відхилення від цілей. Наприклад, фінансова стабільність може сприйматись як належне за цінової стабільності, а дефляція може оцінюватись як результат недостатньої підтримки фінансового сектору під час стресу. В першому випадку довіра до однієї політики породжуватиме позитивні екстерналії для іншої, а в другому – навпаки;

– концентрація влади там, де результат досягається відокремленими політиками та відмінними інструментами, може породжувати проблему комбінування інструментів. Наприклад, вимоги щодо достатності регуляторного капіталу чи вимоги щодо формування резервів під активні операції можуть бути послаблені у відповідь на сильний політичний тиск щодо зниження процентних ставок. Утім, це може мати і перерозподільні наслідки. Через відмінності в структурі активів різних фінансових установ одні опиняться в кращих умовах, ніж інші. Це створюватиме політичні інтенції щодо додаткового контролю за центробанком, оскільки концентрація влади розглядатиметься одними групами як додатковий перерозподільний можливості в разі “захоплення регулятора”, тоді як інші групи будуть зацікавлені в мінімізації вибірковості, тим самим створюючи тиск у бік формування інституціональних передумов для прискіпливого моніторингу з неоднозначними політичними способами використання його результатів тощо.

По-третє, проблема спіловерів є вкрай важливою. Зростання глобальних транскордонних потоків капіталу свідчить про те, наскільки розкручування спіралі дисбалансів в одній країні може бути пов'язане з глобальноцентричними факторами або ж змінами в політиці тієї чи іншої великої країни. Центробанки завжди повинні бути готові до шоків подібного плану, але масштаб та швидкість змін у глобальних потоках може зробити відносними заходи з підтримки фінансового сектору. Це ставить питання про те, чи повинна політична відповідальність за недосягнення фінансової стабільності фокусуватися на керівництві центробанку, якщо епіцентр її походження міститься за кордоном.

По-четверте, як уже зазначалося, лаги та повторюваність подій мають дуже різну тривалість у випадках цінової та фінансової стабільності. Якщо в першому випадку в межах навіть половини каденції керівництва центробанку можна говорити про конкретні наслідки тих чи інших дій, не кажучи вже про випадки, коли наслідки інфляційних акцій даються взнаки вже через кілька місяців, то у випадку з фінансовою стабільністю ситуація відрізняється. Причому відмінності можна спроектувати і на монетарну політику, яка була інертною щодо розкручування спіралі дисбалансів, і на макро- та мікропруденційне регулювання. Наслідки провалів у політиці щодо фінансової стабільності можуть проявитися через багато років. Характерним є випадок із фрустрацією регулювання, наслідком якого є поява інституціональних викривлень. Однак для політичної відповідальності керівництва центробанку найбільш проблемною буде ситуація, коли відбувається зміна режиму політики. Реакція на таку зміну може викликати не просто політичний спротив, а складну багатоперіодну гру, в якій стабільність фінансових інститутів буде лише епізодом складнішого стратегічного задуму повернення до перерозподільного статус-кво. Іншими словами, зміна режиму політики, що відбувається за зміною керівництва центробанку, може стати передумовою закидів на його адресу в недосягненні фінансової стабільності лише тому, що нова політика змінює інституціональну рівновагу розподілу ренти, пов'язаної з активністю, що приховує явні кептивні бізнес-моделі. Зрозуміло, що така ситуація є характерною для країн зі слабкими інститутами. Але навіть у розвинутих країнах опір більш всеохоплюючому регулюванню не виняток, особливо коли йдеться про спекуляцію на тему проциклічних ефектів посилення вимог щодо фінансової стабільності установ. Оскільки такі вимоги запроваджуються, як правило, після кризи і можуть збігтися в часі з рецесією, то короткострокове стиснення кредитної пропозиції є типовим прикладом маніпулювання інтерпретаціями з приводу того, чим є і як досягається фінансова стабільність. Базовий висновок, який можна із цього зробити, такий: відповідальність за фінансову стабільність повинна спиратися на розширений набір тлумачень, які би враховували темпоральну проблему, розширений горизонт політики і в такий спосіб звужували площу політичної інтерпретації результативності центробанку.

Отже, боротьба з динамічною інконсистентністю у сфері фінансової стабільності потребує більш незалежного регулятора, але пряма аналогія з ортодоксальним підходом щодо цінової стабільності не є релевантною. Конфлікт з останньою є однією з причин, а дуальний мандат – політично вразливим. Складніша структура мандата зі збереженням за ціновою стабільністю статусу основного завдання є певним компромісом, у рамках якого завдання із фінансової стабільності й відповідальність за його виконання потребують додаткових тлумачень, відокремлених від основного завдання.

V. ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ І НЕЗАЛЕЖНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКУ: СТИЛІЗОВАНІ ВИПАДКИ

1. Незалежність і проактивна vs реактивна політика

Відома дискусія (lean vs clean) про те, що краще – завчасно реагувати на розгортання дисбалансів і проколювати “бульбашку” підвищенням ставок (lean against the wind) чи розчищати ринок шляхом необмеженої пропозиції ліквідності (clean), триває вже близько 20 років. Попри те, що вона прямо не стосується питання статусу центробанків, у неї є очевидна інституціональна кореляція. Який дизайн повинен проектуватися та підтримуватися задля того, щоб досягати мінімізації втрат чи від проактивної, чи від реактивної політики? Водночас теоретично ситуація не така проста. Можна припустити, що ортодоксальний центробанк, незалежність якого підпадає під жорстку специфікацію “один мандат – одна ціль – один інструмент”, обере варіант пріоритету цільової траєкторії інфляції, доповнюючи її діями з розчищення ринків, якщо в цьому виникне потреба. Але тут виникає питання про те, що ортодоксальність не є прямим синонімом рівня незалежності. Це саме стосується гетеродоксального центробанку, хоча згідно з ортодоксальним підходом він апріорі менш незалежний.

У дослідженні Wagner and Kissmer (2013) вказано на те, що у випадку, коли фінансова стабільність асоціюється зі згладженим циклом цін на активи, незалежність центробанку їй суперечить. Основна причина цього полягає саме в ортодоксальному тлумаченні самої незалежності. Центробанк ухилятиметься від реакції на зростаючий тренд цін активів. Також причина, яка штовхає такий центробанк до нейтральної реакції на фінансові дисбаланси, полягає в нижчому рівні інфляції після фінансового стресу. У цьому ж дослідженні Wagner and Kissmer (2013) констатовано, що незалежність центробанку потрібно співвідносити не тільки із самим фактом реакції на поведінку цін активів, а також із тим, які вигоди і втрати для самого центробанку приносить негативний інфляційний розрив після епізоду фінансової нестабільності. Для більш незалежного центробанку – це неспроможність досягти інфляційної цілі, яка виявляється вищою за фактичну; для менш незалежного – це можливість подолати проблему інфляційного зміщення.

У свою чергу, у праці Borio (2014) заперечено зв'язок між формальним статусом (чи тим, як сформульований мандат) і характером вибору з-поміж проактивної чи реактивної політики. Важливішим є те, яку політику проводить центробанк, а не те, який у нього статус. Щільніший зв'язок між політичною незалежністю і фінансовою стабільністю, про який ідеться в деяких працях, зокрема в Cihak (2010) та Klomp and de Haan (2009), можна тлумачити як прояв факту, що саме такий центробанк може вийти за межі підходу, на основі якого визначена його незалежність в ортодоксальному розумінні. В такій ситуації “опиратися вітру” (lean against the wind) легше центробанку, наділеному більшою незалежністю, аніж меншою (Козюк, 2015).

Утім, ці дискусії свідчать про наявність кількох проблем, а саме: як співвідносяться цінова та фінансова стабільність; чим є незалежність центробанку – механічним дотриманням мандата, який її постулює, чи готовністю діяти і брати на себе відповідальність у політичному середовищі. Саме середовище може характеризуватися пануванням позиції щодо переобтяження монетарної політики завданнями з відновлення економіки. А може – пануванням політично вмотивованих інтенцій щодо довільного тлумачення того, як співвідноситься статус із макрофінансовим контекстом тих чи інших дій або їх відсутності. Із цього можна зробити ряд висновків, які в узагальненій формі представлено в таблиці 4.

По-перше, необхідно поєднувати в аналізі одразу два варіанти, а саме: коли підтримання цінової стабільності вступає в конфлікт із підтриманням фінансової стабільності, і коли такого протиставлення не існує.

По-друге, важливо те, як центробанк інтегрує в макроекономічній моделі монетарної політики фінансовий контент. Від цього в багатьох випадках залежатиме те, наскільки вузько чи широко він сам тлумачитиме мандат, навіть якщо такий мандат визначатиме єдину ціль – цінову стабільність. Іншими словами, саме від того, наскільки жорстко новокейнсіанська модель протиставлятиметься підходу BIS, багато в чому залежатиме, вимірюватиметься незалежність ортодоксальним підходом “один мандат – одна ціль – один інструмент” чи вихід за дані рамки буде свідченням готовності бути і активним, і відповідальним.

По-третє, посткризовий рівень інфляції і супутній стан сукупного попиту є важливими в тому сенсі, як вони формуватимуть профіль оцінки центробанку з боку політичних акторів і, відповідно, як останні адресуватимуть центробанку питання повернення на докризову траєкторію. Центробанк із вищим рівнем незалежності в ортодоксальному розумінні може схилитися до реактивної політики незалежно від існування ризику того, що падіння інфляції та стагнація після кризи чинитимуть на нього тиск. Менш незалежний центробанк, який також схиляється до реактивної політики, може не вдатися до неї, усвідомлюючи ризики політичного тиску на себе в наступних періодах. До того ж менш незалежний центробанк може і не бути більш проактивним з огляду на те, що він опиниться під політичним тиском у момент намагання реалізувати “проколювання бульбашки”, оскільки така політика сприйматиметься як виклик вищим темпам економічного зростання.

По-четверте, якщо реакція на розкручування фінансових дисбалансів не залежить від статусу, то це не означає, що спонуки до неї не відрізняються. Аналогічно, якщо така реакція розглядається крізь призму наслідків щодо інфляції, то спонуки бути проактивним чи реактивним зміщуються в бік того, який домінує спосіб інтерпретації та оцінки дій

центробанку і, відповідно, реалізації його відповідальності. А це означає, що у випадку неоднорідно розподілених у часі політичних преференцій спонуки також зазнають зміщення в той чи інший бік, що повертає нас до проблеми, чим є незалежність центробанку.

У даній ситуації можна лише зазначити, що чим більшою мірою цінова та фінансова стабільність є антагоністами і чим менше принципал (суспільство, парламент, уряд) схильний до опортуністичної поведінки, тим більшою мірою центробанк може розраховувати на достатність ортодоксального підходу. У протилежних випадках незалежність повинна бути більш всеохоплюючою, аніж допускає модель “один мандат – одна ціль – один інструмент”. Саме через це в розвинутих країнах спостерігається жорсткіший зв’язок між операційною незалежністю і низькою інфляцією, а рівень політичної незалежності часто нижчий, ніж у країнах із ринками, що формуються, тоді як фінансова стабільність краще кореспондує саме з політичною незалежністю на прикладі широкої вибірки країн (DeBelle and Fischer, 1994; Cihak, 2010; Klomp and de Naan, 2009; Dincer and Eichengreen, 2014; Balls et al, 2016).

Як свідчить приклад країн із ринками, що формуються, конфлікт між ціновою та курсовою стабільністю може мати серйозні вторинні наслідки у вигляді фінансової нестабільності. Вища вразливість до негативних балансових ефектів курсових коливань (надмірна схильність до левериджу в умовах руху курсу вгору, збільшення боргового тягаря внаслідок руху курсу вниз тощо), помножена на проблему якості інститутів регулювання, ставить під сумнів можливість покласти виключно на ортодоксальний підхід. У випадку, коли якість інститутів у сфері фінансової поведінки низька, у процесі реалізації монетарної та регуляторної політики потрібно брати до уваги ризик додаткового політичного тиску щодо завбачливої реакції на дисбаланси чи тиску в бік перерозподільного дизайну стимулів під час розчищення ринків. І політика щодо цінової, і політика щодо фінансової стабільності повинні допускати варіант перехресної реакції у випадку, коли та чи інша з них опиниться під сильним тиском із боку опортуністично налаштованого принципала.

Таблиця 4. Спонуки та варіанти реакцій центробанків залежно від характеру зв’язку між ціновою та фінансовою стабільністю

Ідеальний тип і спонуки реакції	Цінова та фінансова стабільність є антагоністами	Цінова та фінансова стабільність взаємодоповнюють одна одну
<i>Ортодоксальний варіант “один мандат – одна ціль – один інструмент”. (Ідеальний тип)</i>	Незалежність не розглядається в контексті забезпечення фінансової стабільності, оскільки останній можуть бути адресовані та чи інша політика, що реалізуються відокремленими агенціями. При цьому реакція на фінансову нестабільність погіршує здатність бути незалежним у процесі досягненні цінової стабільності	Відсутність конфлікту між ціновою та фінансовою стабільністю свідчить, що традиційного підходу до незалежності достатньо для гарантування їх обох
<i>Гетеродоксальний варіант: розширене тлумачення мандата, навіть якщо останній передбачає цінову стабільність. (Ідеальний тип)</i>	Незалежність дає змогу реалізувати реакції в широкому макрофінансовому діапазоні. Тимчасові відхилення від цільових траєкторій інфляції та ВВП не становлять виклику для тлумачення і підстав для незалежності	Незалежність є важливою передумовою для досягнення цінової та фінансової стабільності, засобом нейтралізації політичного тиску, але самих монетарних реакцій може бути замало. Незалежність уможливорює реалізацію й інших видів політики макрофінансової стабільності, чим підсилює дієвість усіх разом
<i>Вибір більш незалежного ортодоксального центробанку</i>	У випадку появи ознак фінансової нестабільності реактивна політика має більше вигод. Очевидні втрати від реакції на вірогідну подію в майбутньому завжди вищі, ніж очікувані теперішні вигоди від запобігання вірогідній події. Інфляційна ціль є домінантою. Посткризовий ризик дефляції не розглядається як виклик поточному статусу. Приклад – Банк Швеції	У випадку появи ознак фінансової нестабільності монетарна реакція повинна забезпечити нейтралізацію перетікання фінансового шоку у ціновий. Водночас у випадку, коли криза вже відбулася, експансія ліквідності може бути дозованою з метою запобігання провокування інфляції. Приклад – ЄЦБ до 2012 року

<p><i>Вибір менш незалежного ортодоксального центробанку</i></p>	<p>Реакція на ознаки фінансової нестабільності не вважається доцільною, оскільки вона сприймається як ризикова в даному політичному оточенні. Розчищення ринків може виявитися більш агресивним із міркувань необхідності запобігання політичному тиску у відповідному напрямі та з міркувань необхідності запобігання вірогідній дефляції. Приклад – Банк Англії до розширення макропруденційних повноважень</p>	<p>Вибір на користь проактивної політики може ускладнюватися через політичний спротив діям, що можуть сповільнювати економічне зростання. Водночас подолання наслідків фінансової кризи може супроводжуватися вищим рівнем інфляції. Приклад – більшість країн півдня ЄС до вступу в зону євро</p>
<p><i>Вибір більш незалежного гетеродоксального центробанку</i></p>	<p>Фінансові дисбаланси є викликом майбутній макроекономічній стабільності, а тимчасові проблеми з відхиленням інфляції вниз від цільової не є перешкодою для проактивних реакцій. Відхилення інфляції вниз не повинно розглядатись як підстава для “закачування ліквідності”, оскільки це заохочує новий фінансовий цикл. Монетарна політика та макро- і мікропруденційне регулювання повинні взаємодоповнювати одне одного. Приклад наразі не визначено</p>	<p>Скоординована робота монетарної політики та макро- і мікропруденційного регулювання дають змогу краще покрити зону макрофінансової нестабільності. Реакція на фінансові дисбаланси, швидше, буде завбачлива, з огляду на усвідомлення ризиків майбутньої дилеми підтримки чи цінової, чи фінансової стабільності в разі настання кризи. Приклад – країни з ринками, що формуються, з незалежними центробанками</p>
<p><i>Вибір менш незалежного гетеродоксального центробанку</i></p>	<p>Реакція на ознаки фінансового шоку відбуватиметься на основі того інструменту, щодо якого найменш вірогідний конфлікт із ключовими політичними силами. Це саме стосується пріоритету цінової чи фінансової стабільності в разі настання кризи. Приклад – країни з ринками, що формуються, з помірною монетарною автономією та значною фінансовою відкритістю</p>	<p>Реакція на ознаки фінансового шоку допускати таке поєднання інструментів, щоб наступний політичний тиск був оптимально дозованим. У випадку фінансового стресу профіль реакцій визначатиметься поведінкою принципала щодо ролі цінової чи фінансової стабільності як пріоритету відновлення їх обох у майбутньому. Приклад – країни з ринками, що формуються, з помірною монетарною автономією та вразливістю до коливань валютного курсу і потоків капіталу</p>

Примітка. Складено автором.

Із наведених узагальнень можна дійти висновку, що на профіль проактивних чи реактивних модальностей поведінки суттєвий вплив має не лише сам по собі статус, а також і те, як центробанк генералізує макрофінансову модель економіки. Незалежність може суттєво допомогти в досягненні і цінової, і фінансової стабільності, коли фінансові фактори сприймаються як істотні драйвери макроекономічної нестабільності. Її звужене тлумачення може, навпаки, призвести до надмірного спрощення оточення монетарної політики, що, однак, не виключає складніший погляд на “спеціалізовані” структури, націлені на забезпечення фінансової стабільності. Питання оптимального дизайну, відповідно, переміщує погляд на проблему незалежності, але не заперечує її, як це показано нижче.

2. Незалежність центробанку і макропруденційні компетенції

Як тільки макропруденційне регулювання було визнано спеціалізованим видом політики, адресованим фінансовій стабільності, постало питання оптимального дизайну агенції, що його реалізовуватиме. Водночас виникло питання про те, який ступінь незалежності повинен мати орган, уповноважений на здійснення макропруденційного регулювання. У випадку, коли макропруденційне регулювання делеговане центробанку, зміни в його інституціональному забезпеченні повинні відбутися з метою специфікації відповідальності за фінансову стабільність, визначення антикризових функцій та інструментів, порядку координації з іншими видами політики та агенціями. Ці так звані “нові функції” повинні бути відображені і мати юситабельний характер, інакше неодмінно постануть питання демократичного контролю, підзвітності чи концентрації влади (Balls et al., 2016; Achrya, 2015; Bayoumi et al., 2015).

Утім, оптимальний дизайн агенції не знімає питання про її незалежність. Можна побачити, що на делегування центробанкам мандата на здійснення макропруденційного регулювання поширюється означена різниця в ортодоксальному та гетеродоксальному підході. Згідно із першим, як і у випадку з банківським наглядом, компетенція щодо якого знижує рівень незалежності відповідно до теоретичних основ побудови GMT-індексу, макропруденційне регулювання звужуватиме незалежність центробанку. Найвірогідніше, що воно буде делеговане центробанку, який уже здійснює мікропруденційне регулювання і який має нижчий рівень політичної незалежності (Masciandro and Volpicella, 2016). Іншими словами, в рамках моделі “один мандат – одна ціль – один інструмент” розширення функціоналу центробанку неодмінно тягне за собою розширення спектра політичної відповідальності і відповідно розширення зони прикладання політичного тиску. Поєднання такої моделі з відповідальністю за фінансову стабільність на основі жорсткої сепарації функцій у сфері монетарної політики та макропруденційного регулювання дає змогу “асимілювати нові функції”, але коштом втрати частини незалежності.

Проте таке сприйняття проблеми слід визнати адекватним лише в тому випадку, коли в основі підтримання цінової та фінансової стабільності справді лежить конфлікт цілей. Неможливість гарантувати, що екстерналії макропруденційної політики не торкнуться зони відповідальності за цінову стабільність, призводить до ситуації, коли ширший погляд на драйвери макрофінансової нестабільності вступає в конфлікт з інституціональним вибором щодо дизайну агенції. Наприклад, стримуюче експансію кредиту посилення макропруденційних вимог може позначитися на стисненні попиту, що відхилить інфляцію вниз від цільової зони. Зниження ставок як реакція у відповідь, утім, може посилити схильність до ризику. В обох випадках окрема реакція є оптимальною, але вона є такою тільки в рамках звуженого трактування мандата й оцінки ризиків політичного тиску за відсутність дій, потреба в яких викликана оптимальною реакцією з боку іншої політики. Даний приклад наочно вказує на обмеженість ортодоксального підходу.

Подібним є приклад, який наведено в дослідженні Ueda and Valencia (2012). Зокрема доведено, що у випадку, коли зміна макропруденційних інструментів не може відбуватися так само швидко, як монетарних, завжди існуватиме ризик динамічної інконсистентності. Центробанк може бути схильним до підтримання цільової інфляції *ex ante*, але – до дефлювання приватного боргу за рахунок вищої інфляції *ex-post*. Більше того, вищий рівень політичної незалежності тут може відіграти негативну роль, оскільки “провал” однієї політики може бути компенсований субоптимальним результатом іншої. Втім, статус як “парасолька” прикриття провалів не може вважатись оптимальною багатоперіодною стратегією, оскільки на тривалому горизонті вступатимуть у дію або акції щодо політичної відповідальності, або акції щодо зміни статусу залежно від того, які політико-економічні ідеї та інтереси домінують у той чи інший час. І тут принципово важлива якість інститутів. Зниження рівня незалежності може передбачати посилення контролю з перерозподільною метою, а приводом для цього – провали в певній політиці, при тому, що інша політика може демонструвати достатній рівень соціальної оптимальності.

Урахування політико-економічних факторів дає змогу побачити іншу картину. Вона є більш консистентною з досвідом інституціонального захисту монетарної політики від політичного тиску. Найхарактернішим прикладом тут є ситуація з конфліктом між жорсткішими заходами у сфері фінансової стабільності й електоральними міркуваннями політичних гравців. Такі заходи можна конкретизувати. У випадку оцінок центробанку щодо посилення системних ризиків зміна відповідних інструментів може мати короткостроковий стримуючий вплив. Причому це однаково стосується як макропруденційних інструментів, так і монетарних. Політичний спротив таким крокам слід пов’язувати з прямим стримуючим впливом, а також із тим, що можливості збільшення прибутків у фінансовому секторі звужуються. Останнє не виключає появу певних лобістських рухів, зорієнтованих на критицизм діяльності центробанку.

Однак найвиразніше це може проявитись у випадку зміни режиму регулювання. Так, здебільшого характер фінансового регулювання (особливо банківського) концептуально тривалий час не змінювався, внаслідок чого утворилася своєрідна інституціональна рівновага. Після глобальної фінансової кризи ситуація змінилася, що потягнуло за собою зміни в характері регулювання. Запровадження макропруденційних механізмів обмеження проциклічності в сукупності з підходами Базеля III в загальному посилити регуляторний тягар банківського бізнесу. В розрізі країн перехід до жорсткішої практики регулювання (оцінка ризиків, вимоги до регуляторного капіталу, буфери ліквідності тощо) відобразив, що далеко не завжди це відбувається гладко. Політичний спротив змінам генерується саме на основі спекуляцій довкола короткострокових ефектів стиснення агрегованого кредиту. При цьому низька траєкторія відновлення кредитування часто сприймається як підстава для небажаності запровадження жорсткіших регуляторних вимог у рамках політики фінансової стабільності. Отже, якщо центральний банк не наділений достатнім рівнем незалежності для зміни режиму регулювання, чи може він узагалі відповідати за фінансову стабільність? Зворотний політичний тиск може бути адресований гальмуванню регуляторних новацій, а може стосуватися створення компенсаторів у вигляді зниження ставок та експансії ліквідності. А це вже ставить питання про те, чи спроможний буде центробанк досягати цінової стабільності. В обох випадках як би не специфікувався мандат і як би не сепаратизувалася відповідальність за цінову та фінансову стабільність у розрізі структурних підрозділів самого центробанку, якщо і перша, і друга політика не підпадатимуть під спільний захист із боку фундаментальних принципів незалежності, їх здійснення завжди перебуватиме під тиском. Причому можливість перехресних компенсацій однією політикою наслідків іншої суттєво ускладнює транспарентність і спотворює відповідальність. У даному випадку мова не йтиме про оптимальну координацію. Йдеться про те, що не тільки точки зміни режиму політики будуть точками підвищеного ризику політичного тиску. Без достатнього захисту

ризиків такого тиску завжди посилюватимуться вслід за електоральним циклом чи у відповідь на стреси, які можуть спотворити електоральну картину в майбутньому.

Іншим прикладом є типова короткозорість (краще сказати – “шоттермінізм”, від. англ. – short-terminism). Фінансовий цикл має довшу тривалість, ніж діловий. Специфікація інструментів макропруденційної політики та характер їх застосування можуть не збігатися з процесом розгортання ділового циклу, викликаючи застереження та політичні закиди. Глобальні детермінанти внутрішнього фінансового циклу тільки поглиблюють проблему. Наприклад, застосування макропруденційних інструментів, націлених на обмеження внутрішнього кредиту, частково може бути подолане через зовнішні запозичення. В таких умовах виникає питання або про розширення зони макропруденційного впливу, або про монетарну реакцію у вигляді посилення валютного курсу та/або підвищення ставок. Зрозуміло, що у випадку, коли такі дії збігатимуться в часі з відносно стабільною інфляцією (краще сказати – збігатимуться з політично нейтральним/прийнятним рівнем інфляції), завбачливі міркування центробанку не будуть поділятися окремими зацікавленими групами. Тривалість горизонту політики і тривалість горизонту моніторингу дій регулятора, здійснюваного політичними акторами, розходяться. Самих лише комунікаційних заходів може виявитися замало, аби нейтралізувати тиск проти дій у відповідь на появу ризиків, які бачить центробанк, але не бачать інші.

Іншим важливим питанням є довіра в середовищі з асиметрією інформації. Так, центробанк володіє, як правило, ширшим набором інформації, ніж інші учасники ринку, а інколи – й інші агенції. Це ставить його в становище певного монополіста в царині володіння агрегованою інформацією. Виникає питання прозорості поведінки в статусі монополіста. У сфері фінансової стабільності прозорість обмежена питаннями банківської таємниці з одного боку та ризиком сколихнути паніку – з іншого. З огляду на відсутність рівномірного доступу до агрегованої інформації про фінансову стабільність виникає питання концентрації довіри (overconfidence), трансформація якої в завойовану довіру (credibility) відбувається на основі дій, гарантією яких і повинна бути незалежність.

Важливим є також питання периметру регулювання. У випадку, коли центробанк володіє компетенцією застосовувати макропруденційні інструменти тільки до певної групи фінансових інститутів, його спроможність підтримувати фінансову стабільність звужується. Однак виникає питання, наскільки центробанк може адресувати певним фінансовим інститутам макропруденційний вплив у разі, коли на них не поширюється його мікропруденційний нагляд. З одного боку, у випадку, коли в країні має місце сепаратний нагляд за окремими фінансовими інститутами, макропруденційне регулювання може видаватися обмеженим по периметру і тому потенційно неефективним. Згадаймо класичний приклад із так званою “тіньовою” (shadow banking) банківською системою. З іншого боку, концентрація наглядових функцій виключно з метою підвищення ефективності макропруденційного регулювання також може викликати застереження. Компромісним варіантом може бути розширення макропруденційних повноважень та інституціоналізований примус до координації в рамках антикризової політики. Не випадково, що модальності змін у діяльності центробанку під час реалізації такої політики можуть потребувати окремої специфікації в законодавстві (Balls et al., 2016; Acharya, 2015).

Виникає питання, чи звужує це незалежність центробанку. Згідно з ортодоксальним підходом – так. Утім, у випадку, коли в разі настання кризи центробанк змушений буде виходити за рамки мандата, усталення цього може супроводжуватися змінами в статусі, які будуть більш загрозливими. У рамках гетеродоксального підходу відповідь на це питання буде, схоже, десь посередині. Для захисту дій у сфері забезпечення фінансової стабільності, особливо у випадку, коли вони йдуть у розрив з електоральним процесом, застереження щодо варіантів змін в активності центробанку можуть бути потрібнішими. Вони можуть розглядатися як страховка від тиску, протидія якому може спричинити наслідки, додання яких призведе до результатів, котрі, будучи зорієнтованими на відновлення фінансової стабільності, насправді суперечитимуть забезпеченню стабільності цінової.

Також Acharya (2015) наголошує на правилах, які б могли врегулювати кредитування останньої інстанції під час системних криз та запобігти генеруванню проблеми морального ризику. З одного боку, наявність правил є найпростішим способом вирішити проблему обмеження дискреційної поведінки. Фінансові кризи і відповідні неконвенціональні практики центробанків відкривають широкий простір для дій, які в підсумку тлумачаться як нетранспарентні, вибіркові та адресовані окремим учасникам ринку. Це створює небезпечний прецедент для політичного тиску з метою посилення контролю за центробанком у сфері фінансової стабільності. Природно, що правила на випадок антикризових дій дають змогу звзяти коло дій як таких, що потребують зміни статусу заради посилення контролю. Однак чи гарантують вони гнучкість в операційних можливостях долати наслідки криз? З іншого боку, правила поведінки у сфері фінансової стабільності не гарантують стовідсоткової ефективності центробанку – особливо тоді, коли йдеться про динамічне розгортання стресу, який утягує фінансові установи одна за одною, а не всіх одразу. В таких умовах будь-який дизайн правила “ex ante” не буде оптимальним “ex post”, що, в принципі, є звичною аналогією з дискусіями з приводу монетарних правил.

Одним із принципово небезпечних моментів у каскадоподібних паттернах розгортання кризи є зміни в мотиваціях власників та менеджерів фінансових установ, коли після проходження кожної наступної фази стресу мотивація (залишатися на ринку чи виходити з нього) змінюється. Інституціональна слабкість мікропруденційного регулювання тут буде детонатором проблеми. Вихід із ринку шляхом обкрадання аутсайдерів (outsiders looting) стає можливим завдяки невідображенню фактичного фінансового стану та розмиванню ризиків через пов'язані операції. Концентрація в

часі мікропруденційних провалів зі змінами мотивації власників та менеджерів стосовно продовження перебування на ринку породжує глибоку кризу та кризу довіри до центробанку. Це ставить на порядок денний питання про те, чи завжди можуть допомогти правила поведінки в одному сегменті антикризової політики, якщо в іншому сегменті наявні інституціональні викривлення. Подібного роду асиметрії дискредитують принцип незалежності. Він може використовуватися центробанком як парасолька для того, щоб позитиви правильних рішень в одному сегменті політики перекрили негативи в іншому. Але так само він може використовуватися політиками не для поліпшення інституціонального середовища функціонування регулятора, а як передумова створення нової перерозподільної конфігурації. Подібні приклади свідчать про те, що відповідальність і транспарентність повинні бути інтенціями і центробанку, і суспільства. Інакше інтерпретаційний характер фінансової стабільності завжди буде приводом для того, щоб незалежність центробанку залишалася в епіцентрі політико-економічних торгів.

3. Порівняння підходів до незалежності центробанку та висновки для України

Проведений аналіз засвідчив, що після кризи питання незалежності центробанків набуває нового звучання. Крім самих теоретичних підходів до того, що визначає той чи інший рівень незалежності, не менш важливо те, як бачить макроекономіку центробанк. Без такого бачення буде важко зрозуміти, чому йому потрібно гарантувати той чи інший рівень незалежності для реалізації соціально оптимальної політики. Складність проблеми полягає в тому, що фінансова стабільність залишається інтерпретаційною категорією, а її зв'язок із ціною – дискусійним питанням. Тим не менше з'явилися два підходи, відповідно до яких висока незалежність центробанку хоча і вважається однаково важливою, але тлумачиться по-різному. Частково через інтерпретацію критеріїв її визначення, частково – через різницю в поглядах на роль фінансових факторів у макроекономічній нестабільності. Але в питанні, чи повинен бути мандат дуальним, консенсусу немає навіть серед представників, які наголошують на необхідності більш активістської позиції центробанку в царині фінансової стабільності. Порівняння таких підходів, названих нами ортодоксальним і гетеродоксальним, подано в таблиці 5. У ній проаналізовано, як елементи незалежності (їх бачення у світлі глобальної фінансової кризи представлено нами (Козюк, 2015) інтерпретуються в розрізі підходів.

Таблиця 5. Незалежність центробанку та фінансова стабільність: порівняння ортодоксального та гетеродоксального підходів

	<i>Ортодоксальний підхід</i>	<i>Гетеродоксальний підхід</i>
<i>Базова макромодель</i>	Новокейнсіанська: можливості стабілізаційної політики в умовах довіри до політики цінової стабільності; ділові коливання викликаються стохастичними шоками; фінансові фрикції діють подібно до негнучкості цін; мінімізуючи варіацію інфляції, центробанк мінімізує варіацію ВВП, а в окремих випадках поєднує це (на тривалішому горизонті політики)	Новокейнсіанська модель повинна бути доповнена макрофінансовим поглядом: фінансова система проциклічна; нагромадження системних ризиків та фінансових дисбалансів є загрозою макроекономічній стабільності; фінансовий цикл і діловий цикл не збігаються; ставлення до ризиків важливе; транскордонні потоки, валові позиції фінансового сектору, ціни активів та динаміка кредиту є важливими індикаторами системних ризиків; експансія ліквідності розкручує дисбаланси, а не стимулює сукупний попит у чистому вигляді
<i>Базова модель незалежності центробанку</i>	Незалежність повинна бути високою, а модель “один мандат – одна ціль – один інструмент” є найдієвішим способом ідентифікації того, чи адекватно діє центробанк у досягненні цінової стабільності	Незалежність повинна бути високою, однак: 1) достатньо мандата на цінову стабільність, але фактичні дії для нейтралізації макрофінансових ризиків повинні бути захищені від зовнішнього тиску; 2) дуальний мандат потрібен для захисту дій щодо забезпечення фінансової стабільності

<i>Основні варіанти розширення базової моделі незалежності</i>	<p>1) дуалізація мандата, підвищення відповідальності за фінансову стабільність, легалізація “нових функцій” (участь у борговому менеджменті, антикризова політика тощо);</p> <p>2) функції із забезпечення фінансової стабільності повинні бути винесені за межі агенції, що відповідає за цінову стабільність</p>	Цінової стабільності замало для забезпечення фінансової стабільності, але перша є фундаментальною передумовою для другої. Цінова стабільність за умови суттєвого падіння реальних ставок генерує “парадокс довіри” та сприяє підвищенню схильності до ризику
<i>Інтерпретація конфлікту між ціновою та фінансовою стабільністю</i>	<p>Конфлікт можливий:</p> <p>1) імпліцитний чи експліцитний мандат на фінансову стабільність може вплинути на підвищення інфляції в результаті долання наслідків кризи (масштабні ін’єкції ліквідності);</p> <p>2) відсутність дій із підтримки фінансового сектору може загрожувати дефляційним зміщенням, що суперечить ціновій стабільності</p>	Цінової стабільності замало для забезпечення фінансової стабільності, але перша є фундаментальною передумовою для другої. Цінова стабільність за умови суттєвого падіння реальних ставок генерує “парадокс довіри” та сприяє підвищенню схильності до ризику
<i>Інтерпретація дефляції та дефляційних ризиків</i>	Дефляція є більшим ризиком, ніж тимчасове відхилення інфляції вгору від цільової. Основний ризик: ставки, наближені до нуля, втрачають дієвість; одвічна стагнація; безробіття	Дефляційний тиск не повинен розглядатись як передумова беззастережної експансії ліквідності. Важливою є причина дефляції, а не формальне відхилення вниз від цільової інфляції. Основний ризик: експансія ліквідності розпочинає новий фінансовий цикл
<i>Позиція щодо lean vs clean</i>	Розчищення ринків є кращим	Реакція на розкручування дисбалансів є кращою
<i>Оцінка втрат і вигод проактивної політики</i>	Вигоди є сумнівними в світлі неможливості ідентифікувати “бульбашку” в режимі реального часу, а втрати можуть бути суттєвими у вигляді зниження ВВП та рівня зайнятості	Вигоди є значними, оскільки потрібно враховувати “ціну” кризи, ризики зростання державного боргу та моральний ризик. Втрати є перебільшенням. Гнучкіша економіка швидко пристосовується до підвищення ставок, що створює передумови для здорових інвестицій
<i>Оцінка втрат і вигод реактивної політики</i>	Розчищення ринків дасть змогу відновити фінансовий сектор, а втрати на його підтримку повинні зіставлятися із втратами ВВП та зайнятості у випадку проактивної реакції	Розчищення ринків уже є свідченням “провалу” політики. Вона генерує додаткові ризики розтягування в часі процесу делевериджингу і не вирішує питання пошуку дохідності
<i>Роль політичної та операційної незалежності</i>	Операційна незалежність має більше значення для цінової стабільності	І політична, й операційна незалежність важливі. Для фінансової стабільності політична незалежність є принциповою
<i>Макропруденційні повноваження та їх вплив на незалежність</i>	Звужують незалежність. Складні організаційні моделі сепаратного звітування, комунікацій та відповідальності покликані розмежувати відповідальність за цінову та фінансову стабільність так, щоб одна не впливала на іншу через ризик політичної інтерпретації другої	Розширюють незалежність, оскільки усувають можливості тиску на центробанк, який посилює макропруденційні вимоги всупереч політичним преференціям соціальних акторів
<i>Основні лінії політичного тиску</i>	Недостатня боротьба з наслідками криз, унаслідок яких посилюються тенденції щодо дефляції та рецесії	Надмірність заходів щодо забезпечення фінансової стабільності

<p><i>Питання якості інститутів</i></p>	<p>Дана модель може ефективно функціонувати в середовищі якісних інститутів. У випадку слабких інститутів тиск на центробанк здебільшого буде щодо масштабів стимулів для економіки</p>	<p>Дана модель потребує якісних інститутів. У середовищі слабких інститутів:</p> <ol style="list-style-type: none">1) може формуватися тиск щодо “захоплення” органу з розширеними повноваженнями;2) асиметрична ефективність у сфері цінової та фінансової стабільності відкриває шлях до зловживань щодо інтерпретації результатів активності центробанку
---	---	--

Примітка. Складено автором.

Відображені в таблиці 5 підходи є певними ідеальними типами. Однак тенденція до створення складно організованих органів, які відповідають за системні ризики та макрофінансову стабільність (Baoumi, 2015), указують на те, що практична політика потребує кращого розуміння обох із них. Екстраполяція даних підходів на вітчизняну практику, втім, потребує ряду застережень.

По-перше, рівні інфляції в Україні після кризи жодним чином не вказують на дефляційне зміщення. Навпаки, стрибок інфляції, полага дезінфляційна траєкторія та посилення ефекту перенесення демонструють наявність традиційних загроз для цінової та фінансової стабільності, властивих країнам із низькими та середніми доходами.

По-друге, чутливість макрофінансових тенденцій в Україні до сировинних цін та коливання глобальної ліквідності потребують широкого погляду на макромодель вітчизняної економіки. Фінансовий сектор, будучи чутливим не лише до транскордонного перетікання капіталу, а й до внутрішніх коливань попиту на безпечні активи (якими є готівка в іноземній валюті), генерує фундаментальні ризики у випадку, коли політика нехтуватиме питаннями кредитного циклу та ув'язки між внутрішніми та зовнішніми дисбалансами.

По-третє, низький рівень ВВП на душу населення та низька траєкторія виходу з кризи в умовах збройного конфлікту на сході країни сприймається як каталізатор для більш експансіоністської політики НБУ. З огляду на вкрай високий рівень інституціональних спотворень у вітчизняній економіці та її квазісировинний характер, стимулюючі кроки без довіри до них швидко закінчатимуться ще більшою кризою. Це означає, що незалежність НБУ є принциповим фактором забезпечення цінової стабільності як передумови відновлення економічного потенціалу на основі здорових очікувань. Структурні реформи повинні підвищити спрямованість політики на цінову стабільність, інакше без них цінова стабільність сприйматиметься як відірвана від макроекономічних основ, викликаючи перманентний тиск у бік зниження рівня незалежності НБУ.

По-четверте, реформування банківського нагляду та запровадження макропруденційних інструментів уже сприймається в конотаціях ризику короткострокового стиснення агрегованого кредиту, при тому, що масштаб зростання, наприклад, автокредитування за 2016 рік вказує на протилежне. Відповідно політична незалежність НБУ є ключовою передумовою забезпечення фінансової стабільності, що, власне, доведено в емпіричних дослідженнях Klotz J., de Naan J. (2009).

По-п'яте, з огляду на щільний зв'язок між ціновою та фінансовою стабільністю в Україні поточний мандат НБУ можна визнати оптимальним. Просування шляхом координації між політикою таргетування інфляції та макропруденційним регулюванням буде адресоване ефективнішій нейтралізації системних ризиків, які в середовищі інституціональних викривлень резонують практично з будь-яким глобальним чи внутрішнім стресом. Водночас еластичне функціонування режиму таргетування інфляції в Україні та запровадження макропруденційного регулювання потребує подальших структурних реформ та інституціонального оновлення фінансового сектору.

VI. ВИСНОВКИ

Глобальна фінансова криза вплинула на зміну уявлень про незалежність центробанків та елементи, що її визначають. Водночас основна лінія дискусій проходить не щодо вибору між більш чи менш незалежними центробанками, а щодо того, як співвідносяться між собою така незалежність й експліцитне чи імпліцитне розширення повноважень у сфері фінансової стабільності. Докризовим поглядом на автономію монетарних органів передбачалося, що компетенції у сфері банківського нагляду знижують незалежність щодо досягнення інфляційних цілей. Такий погляд, будучи інтегрованим у новокейнсіанську макротеорію, став основою формування ортодоксального бачення, чим є незалежність центробанку. Модель “один мандат – одна ціль – один інструмент” виявилася інституціональним продовженням новокейнсіанської макротеоретичної доктрини.

Таку модель слід визнати суперечливою, оскільки ігнорування проблеми фінансових дисбалансів призводить до того, що розчищення ринків після кризи може потребувати настільки неконвенціональної політики, що за змістом вона виходи-

тиме за рамки зазначеної моделі, підриваючи її макроекономічну та інституціональну легітимність. У рамках цієї моделі центробанк вирішує не втручатися у фінансовий цикл і провадити монетарну експансію у відповідь на шок саме з тих міркувань, що такі дії суперечать принципу співвіднесення між мандатом на цінову стабільність, інфляційним таргетом та відповідним монетарним інструментом. Ризик дефляції розглядається як принциповий і щодо макроекономічних втрат економіки, і щодо недосягнення інфляційної цілі, і щодо політичного тиску з приводу більш акомодативної політики.

Гетеродоксальний підхід допускає, що фінансові фактори є серйозними драйверами макроекономічної нестабільності, а тому втручання у фінансовий цикл є передумовою забезпечення і цінової, і фінансової стабільності. В рамках даного підходу незалежність сприймається як необхідний інституціональний захист центробанку, акції якого у сфері фінансової стабільності можуть іти врозріз із перевагами політичних гравців. Водночас такий центробанк української моделі вразливий до викривлень в інституціональному оточенні, оскільки “виграш від захоплення регулятора” з розширеними повноваженнями збільшується, а асиметрична ефективність політики цінової та фінансової стабільності може розглядатися як передумова для маніпулятивного сприйняття відповідальності.

Обидва підходи зближує відсутність консенсусу щодо доцільності дуалізації мандата. Водночас збереження мандата цінової стабільності як основного завдання потребує розширеного тлумачення компетенцій, підзвітності й відповідальності щодо фінансової стабільності. Це дасть змогу послабити проблему політичної інтерпретації асиметрій щодо ефективності забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також звузить можливості перехресного застосування (чи тиску щодо нього) монетарних та макропруденційних (та/або навіть мікропруденційних) інструментів усупереч соціально оптимальним цілям. Необхідність вищого рівня незалежності центробанку у сфері фінансової стабільності також впливає з проблеми динамічної інконсистентності та усунення тиску в умовах зміни режиму політики на жорсткіший. Однак складнощі з оптимальним інституціональним дизайном політики фінансової стабільності все ще ґрунтуються на тому, що остання є інтерпретаційною за своїм змістом. У багатьох випадках не стоїть питання вибору між ортодоксальним та гетеродоксальним підходами. Важливо те, як центробанк бачить макроекономічну модель та як ідентифікує роль фінансових факторів у ній.

Дискусії в Україні щодо зниження рівня незалежності НБУ не мають під собою підстав і йдуть урозріз зі світовим досвідом, у рамках якого акцент робиться на пошуку балансу між проактивністю, транспарентністю і відповідальністю за фінансову стабільність, яка не проявляється виключно на короткостроковому горизонті, має міжчасовий характер, а також має складну форму зв'язку із ціновою стабільністю і діями щодо її дотримання.

Література

- Acemoglu D., Johnson S., Querubin P., Robinson J. (2008). When Does Policy Reforms Works? The Case of Central Bank Independence. NBER Working Paper. No. 14033: 1 – 73.
- Acharya V. (2015). Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper. No. 11, pp. 1 – 19.
- Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. 2007. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends. IMF Working Paper. WP/07/88.: 1 – 53.
- Arnone M., Laurens B., Segalotto J-F. 2006. The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence. IMF Working Paper. WP/06/227.: 1 – 56.
- Balls Ed, Howart J., Stansbury A. (2016). Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like? Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper. Nov. No. 67, pp. 1 – 113.
- Bauducco S., Bulir A., Cihak M. (2008). Taylor Rule Under Financial Instability. IMF Working Paper. WP/08/18, pp. 1 – 43.
- Bayoumi T., Dell’Ariccia G., Habermeier K. Mancini-Griffoli T., Valencia F. (2014). Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note. SDN/14/3, pp. 1 – 48.
- Berger W., Kissmer F. (2013). Central Bank Independence and Financial Stability: A Tale of Perfect Harmony? European Journal of Political Economy. Sept. Vol. 31, pp. 109 – 118.
- Bernanke B., Gertler M. (1999). Monetary Policy and Asset Prices Volatility. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. Issue QIV, pp. 17 – 51.
- BIS (2003). Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views. BIS Papers. No. 18, pp. 1 – 30.
- BIS. (2011). Central Bank Governance and Financial Stability. A Report of Study Group. Chair: S.Ingves. May, pp. 1 – 91.
- BIS. (2016). 86th Annual Report. Basel, pp. 7 – 119.

- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Discussion Note. SDN/10/03, pp. 1 – 19.
- Blanchard O., Dell’Ariccia G., Mauro P. (2013). Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note. SDN/13/03, pp. 1 – 26.
- Blinder A. Central Bank Independence and Credibility During the Crisis // Grisword Center for Economic Policy Studies Working Paper. – 2012. – № 229, pp. 1 – 10.
- Bodea Cr., Hicks R. 2012. Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions. November 6.: 1 – 42.
- Bordo M. (2010). Central Bank Independence and Financial Crises in History. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiena, pp. 29 – 34.
- Borio C. (2006). Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century. BIS Working Paper. No. 193, pp. 2 – 28.
- Borio C. (2014). Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery? BIS Working Paper. No. 440, pp. 1 – 23.
- Borio C., Lowe Ph. (2004). Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? BIS Working Paper. No. 157, pp. 1 – 51.
- Borio C., White W. (2004). Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims. BIS Working Paper. No.147, pp. 1 – 51.
- Bulir A., Cihak M. (2008). Central Bankers’ Dilemma When Banks Are Vulnerable: To Tighten or not to Tighten? IMF. Mimeo.
- Carre E., Pourroy M., Couppey-Soubeyran J., Plihon D. (2012). Central Banking After the Crisis: Brave New World or Back to the Future? University of Paris Centre d’Economie de Paris Nord Papers, pp. 1 – 22.
- Caruana J. (2013). The Changing Nature of Central Bank Independence. Panel remarks at Bank of Mexico International Conference on “Central Bank Independence – Progress and Challenges”, Mexico City, 14-15 October 2013. – P. 1 – 4.
- Cecchetti St., Li L. (2005). Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy? NBER Working Paper. No. 11830.
- Cihak M. (2007). Central Bank Independence and Financial Stability. IMF. Mimeo.
- Cihak M. (2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiena, pp. 45 – 55.
- Crowe C., Meade E. 2008. Central Banks Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. IMF Working Paper WP/08/119: 1 – 30.
- Cukierman A. 2008. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future. European Journal of Political Economy, Vol. 24 (4): 722 – 36.
- Debelle G., Fischer St. (1994). How Independent Should a Central Bank Be? Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy. Federal Bank of Boston Conference Series. #38, pp. 195 – 221.
- Dincer N., Eichengreen B. 2014. Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. International Journal of Central Banking. Vol. 10. No. 1. (March): 189 – 253.
- Does Central Bank Independence Still Matter. (2008). Ed. by J. de Haan, D. Masciandro, M. Quintyn. European Journal of Political Economy. Vol. 24. Issue 4, pp. 717 – 848.
- Eichengreen B., El-Erian M., Fraga A., Ito T., Pisani-Ferry J., Prasad E., Rajan R., Ramos M., Reinhart C., Rey H., Rodrick D., Rogoff K., Song Shin H., Velasco A., Weder di Mauro B., Yu Y. (2011). Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reform. Brookings. Wash. (D.C.).
- Garica Herrero A., Del Rio P. (2003). Financial Stability and the Design of Monetary Policy. American University Paris Working Paper. No. 17.

- Georgsson M., Vredin A., Sommar P.A. (2015). The Modern Central Bank's Mandate and the Discussion Following the Financial Crisis. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2015:1, pp. 7 – 42.
- Grilli V., Masciandro D., Tabellini G. 1991. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy* 6 (13): 341 – 92.
- IMF. (2015). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report. – Sept., pp. 1 – 66.
- Klomp J., de Haan J. (2009). Central Bank Independence and Financial Instability. *Journal of Financial Stability*. Dec.
- Kydland F., Prescott E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*. 85 (3), pp. 473 – 492.
- Masciandro D., Quintyn M., Taylor M. (2008). Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision: Trends and Determinants. *European Journal of Political Economy*. Vol. 24. Issue 4, pp. 833 – 848.
- Orphanides A. Is Monetary Policy Overburdened? // BIS Working Paper. – 2013. – No. 435, pp. 1 – 39.
- Reinhart C., Rogoff K. (2013). Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial. NBER Working Paper. No. 18888, pp. 1 – 14.
- Rossi S. Post-Crisis Challenges to Central Bank Independence // The LBMA/LPPM Precious Metals Conference. 30 September 2013, pp. 1 – 9.
- Schwartz A. (1995). Why Financial Stability Depends on Price Stability. *Economic Affairs*. Vol. 15, pp. 21 – 25.
- Schwartz A. (2002). Asset Price Inflation and Monetary Policy. NBER Working Paper. No. 9321, pp. 1 – 22.
- Smets F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?. *International Journal of Central Banking*. 10 (2), pp. 263 – 300.
- Svensson L. (2012). Comment on Michael Woodford, "Inflation Targeting and Financial Stability". *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2012:1, pp. 33 – 39.
- Svensson L. (2016). Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy? IMF Working Paper. WP/16/3, pp. 1 – 76. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2015:1, pp. 7 – 42.
- Ueda K., Valencia F. (2012). Central Bank Independence and Macro-prudential Regulation. IMF Working Paper. WP/12/101, pp. 1 – 22.
- Cecchetti S. Central Bank Independence – A Path Less Clear // Remarks at International Conference Held to Commemorate the 20th Anniversary of the Autonomy of the Bank of Mexico, Mexico City, 14 October 2013, pp. 1 – 6.
- Козюк В. (2016). Незалежність центральних банків у сировинних економіках // Вісник Національного банку України. – № 235. – С. 6 – 25.
- Козюк В. (2015). Незалежність центральних банків після глобальної фінансової кризи: "сіра зона статус-кво" // Вісник Національного банку України. – № 2 (228). – С. 16 – 25.
- Козюк В. (2015). Резервні валюти: глобальний периметр нестабільності. Тернопіль: Астон. – 468 с.
- Козюк В. (2009). Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка. – 728 с.