

5. Лукашова С. В. Життєвий цикл фірми: фактори і напрями впливу / С. В. Лукашова // Вісник НУ «Львівська політехніка». Логістика. – Львів : Вид-во НУ «Львівська політехніка», 2001. – № 416. – С. 191-196.
6. Поплавська Ж. В. Сутність життєвого циклу підприємства та фактори, що впливають на його формування / Ж. В. Поплавська // Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – № 18.8. – С. 169-174.
7. Портер М. Стратегія конкуренції / М. Портер; [пер. з англ.]. – К. : Основи, 1998. – С. 390.
8. Чайковська В. П. Життєвий цикл організації та його роль розвитку підприємства / В. П. Чайковська // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 7. – С. 99.

Павлов Р.А.

УДК 336:74

НЕСОГЛАСОВАННОСТЬ ДОКТРИНЫ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ КАК РЕЖИМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ С ТРАНСФОРМАЦИЯМИ ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ

Постановка проблемы. Финансовый кризис ставит под сомнение многие устоявшиеся понятия и представления. Денежно-кредитная политика не является исключением. По мнению главного экономиста Международного валютного фонда *O.J. Blanchard* (Оливье Жан Бланшар) и управляющего Банка Франции (1987-1993) *J. de Larosière* (Жак де Ларозьер де Шампфе), монетаристская доктрина, которая преобладала в течение последних тридцати лет должна быть серьезно переосмыслена и перестроена [3, 6].

Является очевидным то, что центральные банки не отреагировали на бум кредитования, который способствовал зарождению и развитию кризиса. Еще задолго до кризиса было видно, что они пострадают от финансовой глобализации, будучи не в состоянии установить необходимое взаимодействие между собой для удержания ситуации под контролем. Тринадцатый председатель Федеральной резервной системы США (1987-2006) *Alan Greenspan* (Алан Гринспен) высказал в мае 2004 года свое мнение, суть которого заключается в нечувствительности доходности облигаций США к росту доходности по *fed funds* (федеральные фонды) [8]. Что касается перенасыщения наличности до кризиса, то всякий, кто изучал мировую денежную базу, мог наблюдать ее тесную связь с накоплением валютных резервов.

Анализ последних исследований и публикаций. В современной науке накоплен большой опыт в изучении проблематики таргетирования инфляции. Этим вопросам посвящены исследования таких зарубежных ученых, как Т. Adrian, G. Dell’Ariccia, B. Bernanke, O.J. Blanchard, C. Borio, M. Friedman, C. Furfine, C. Goodhart, A. Greenspan, J. de Larosière, P. Lowe, P. Mauro, F. Mishkin и других.

Значительный вклад в изучение режимов денежно-кредитной политики внесли украинские ученые: А. Гальчинский, А. Грищенко, С. Корниенко, Т. Кричевська, О. Петрик, В. Стельмах, В. Шевчук и другие исследователи.

Целью исследования является выявление причин несогласованности доктрины таргетирования инфляции с современными трансформациями финансовой сферы. Кроме того, необходимо пересмотреть принципы и определить средства денежно-кредитной политики в отношении финансового регулирования с целью достижения финансовой стабильности и стабильность цен.

Основные результаты исследования. Ученые придерживаются полярно противоположных взглядов о природе денег. По мнению одних, деньги являются внешней компонентой для сферы производства, потому что они не оказывают длительного эффекта на цены товаров. Предложение денег является экзогенным. Любые цели, связанные с денежно-кредитной политикой, могут достигаться независимо от других направлений социального развития. Поэтому закономерно, что центральный банк не зависит от других государственных учреждений. В качестве критерия единства и целостности такого общественного блага как деньги, центральный банк выбирает норму инфляции, а инструментом является учетная ставка процента, с помощью которой происходит воздействие на резервы банков, расширяются или сокращаются их возможности в кредитовании. «Один инструмент – одна цель» - лозунг, который резюмирует доктрину экзогенных денег.

Согласно мнению других ученых, деньги являются аналогом кредита и имеют важное значение для производства. Предложение денег является эндогенным. Деньги неразрывно связаны с финансами. Следовательно, рыночная экономика представляет собой взаимосвязанную сеть долгов: от торговли обещаниями будущих благ до обмена настоящих благ. В рыночной экономике возможность управлять созданием денег позволяет быть двигателем экономического развития. Такая возможность имеется у частных агентов, в первую очередь, банков в постоянно усложняющихся процессах, характеризующих развитие финансовых рынков. Власть управления созданием денег делает из банков особых субъектов финансовых отношений, так как их обязательства являются ликвидными. Однако данная власть не может быть безграничной по причине ограниченной ликвидности. Это условие отражается на балансах банков в соотношениях между их активами и пассивами. В активе: банки выдают кредиты, так как предприятия стремятся максимизировать прибыль. В пассиве: каждый банк является частью денежной системы и должен обеспечивать эквивалентность денег, которые созданы в деньгах центрального банка. Из этого следует, что банки принимают на себя риски, которые они не могут взять на себя индивидуально в том же объеме как другие предприятия. В концепции эндогенных денег, центральный банк является ответственным за поддержание ликвидности банковской системы с неперенным условием обеспечения финансовой

стабильности. Но так как банки могут создавать деньги, поддерживать ликвидность нельзя без банковского надзора и регулирования.

Таким образом, можно сделать вывод, что теоретические представления о деньгах и принципы денежно-кредитной политики подвержены взаимному влиянию между собой. В соответствии с концепцией экзогенных денег, известной как монетаризм, центральный банк не должен беспокоиться о том, что происходит в сфере финансов. Обеспечение стабильности цен, то есть стоимости денежной единицы в условной корзине товаров и услуг, является единственной миссией центрального банка, а состояние балансов финансовых посредников – предмет не его деятельности. В концепции же эндогенных денег, финансовая стабильность выступает главной целью центральных банков и совсем не включает требование стабильности цен, как это определено в контексте монетаризма.

Становится очевидным, что ретроспективное развитие свидетельствует об историческом чередовании доктрин. Когда доктрина денежной политики, основанная на одной из двух концепций денег, встречает серьезные трудности в применении, возникает потребность изменить доктрину. Дальнейшее развитие обуславливает необходимость возврата к первой, т.е. противоположной концепции. Но в некоторых ситуациях такое регрессивное развитие объективно обусловлено. Согласно этому сценарию необходимо было развитие инфляционного кризиса в семидесятые годы двадцатого века, чтобы обеспечить главенствующую роль доктрине монетаризма. Во многом благодаря началу активной политики двенадцатого председателя Федеральной резервной системы США (1979-1987) *Paul Adolph Volcker* (Пол Волкер) в октябре 1979 года был открыт путь для длительного периода низкой инфляции. Стабильность цен способствовала развитию финансовой глобализации, открыла путь для финансовых инноваций, а также способствовала принятию на себя агрессивных рисков субъектами финансовых рынков. Серия финансовых кризисов характеризовало эпоху с середины девяностых годов двадцатого века до глобального кризиса 2007-2008 годов. Наблюдалось резкое увеличение объема долга в годы, предшествующие ему, тогда как цены оставались стабильными и то, что центральные банки акцентировали внимание на превосходстве своей политики, которая позволила «большую сдержанность», показывает, как доктрина таргетирования инфляции противоречит финансовой динамике.

Именно поэтому за этот тридцатилетний период денежная доктрина пересматривалась. С восьмидесятых годов двадцатого века спрос на деньги стал нестабильным, когда финансовые инновации стали предлагать близкие заменители компонентов денежной массы. Само понятие количества денег стало более размытым, когда в конкуренции с банковской ликвидностью (депозиты) получила бурное развитие финансовая ликвидность (ценные бумаги, которые могут дать быстрый доступ к платежным средствам, и деривативы, переносящие факторы риска, характерного этим ценным бумагам) [7]. Исключительная цель ценовой стабильности осталась, но действие инструмента количества денег стал слабее.

Под руководством Алана Гринспена Федеральная резервная система реализовала прагматичный подход, который был рационализирован теорией на протяжении 90-х годов двадцатого века. Возникновение инфляционных ожиданий и уверенность в ценовой стабильности можно описать при помощи координационного механизма с множеством вариантов точек равновесия. Необходимо использовать денежно-кредитную политику, чтобы найти целевую точку, в которой агенты координируются путем конклюдентных действий, задавая им институциональные рамки, что позволяет исключить практически все положения равновесия (за исключением узкого диапазона). Эти ограничения обоснованы новой денежной доктриной - гибкое таргетирования инфляции [2].

Установление институциональных рамок можно отнести к сфере деятельности центрального банка, которая является изначально ограниченной. Стабильность цен определяется как диапазон устойчивости будущих темпов инфляции, объявленный центральным банком, в рамках которого действия центрального банка пользуются доверием частных агентов независимо от цели их мотивации. Объявление известного номинального ориентира не является необходимым. Удовлетворительный уровень стабильности цен наблюдается в течение полного цикла, если экономические агенты не проявляют поведенческой защиты от инфляции и нет необходимости объявлять количественные цели.

Такой рамочный подход позволяет значительно разнообразить денежно-кредитную политику на практике. Увлеченность Алана Гринспена «риск-менеджментом» воспринималась без трудностей, хотя после подверглась серьезной критике. Алан Гринспен был убежден, что денежно-кредитная политика может иметь длительные реальные результаты в силу того, что экономика постоянно подвержена структурным изменениям, выявление которых затруднено, так что инфляционные ожидания будут корректироваться медленно с восприятием этих изменений. Финансовые рынки охвачены «иррациональным возбуждением», уменьшить которое представляется проблематичным.

Такая неопределенность также свойственна внешней среде центрального банка. Он должен управлять макроэкономическими рисками, рассматривая при этом различные сценарии развития событий. После изучения балансов рисков, необходимо выбрать политику, которая обеспечивает страхование от событий с низкой вероятностью, но наступление которых может привести к серьезным экономическим потерям.

Такой подход заставляет рассматривать финансовую стабильность как одну из целей денежно-кредитной политики [8]. Однако, отвергнув «иррациональное возбуждение» на финансовых рынках, Алан Гринспен оптимистично утверждает, что финансовые инновации сделали рынки более эффективными и полными. Среди них имеются новшества, которые, очевидно, не имеют исторического прецедента для того, чтобы применять стандартные модели оценки. Например, в последние годы двадцатого века финансы восприняли радикальную инновацию, которая объединила три компонента:

- разделение кредитных рисков;

**НЕСОГЛАСОВАННОСТЬ ДОКТИРЫ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ КАК РЕЖИМА
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ С ТРАНСФОРМАЦИЯМИ ФИНАНСОВОЙ СФЕРЫ**

- использование статистических методов для оценки кредитных рисков;
- передача рисков.

Такое нововведение как кредитные дефолтные свопы (credit default swaps или CDS), модели стоимостной меры риска (Value at Risk или VaR) и учета по рыночной стоимости дало мощный импульс к секьюритизации кредитов под эгидой инвестиционных банков. Значительное расширение спектра финансовых рыночных активов позволило секьюритизировать почти любой вид кредита [1].

Также как и руководители других центральных банков, он остался равнодушным ко многим предупреждениям, в том числе от банка международных расчетов (БМР) [4, 5], специалисты которого отметили увеличение уязвимостей балансов финансовых посредников:

- несоответствие темпов кредитной экспансии темпам экономического роста;
- мультипликативное увеличение обязательств сомнительных финансовых посредников на рынке;
- сужение кредитных спрэдов;
- спекуляции, связанные с ожиданием продолжения однонаправленного движения цен (как, например, действует «Моментум»).

Относительно последней уязвимости следует отметить, что, по мнению *Jegadeesh* (Джегедиш) и *Titman* (Титмен), ценные бумаги, курс которых повышался последние 3-12 месяцев, вероятно, будут расти в цене на протяжении следующих 3-12 месяцев и наоборот, если курс ценных бумаг снижался последние 3-12 месяцев, то скорее всего, они будут падать в цене на протяжении следующих 3-12 месяцев [9]. «Моментум» - один из индикаторов, который используется в техническом анализе и свидетельствует обычно о наличии (подтверждении) тренда. Акции покупают при восходящем тренде в надежде на то, что рост их курса будет продолжаться, и наоборот – продают при нисходящем, в ожидании дальнейшего снижения их курса.

Выводы. «Риск-менеджмент» приобрел характер активной и повсеместной деятельности, а также стал «кредитором последней инстанции» с целью недопущения рецессивных воздействий от резкого падения цен на активы во всех секторах экономики. Алан Гринспен расширил роль «кредитора последней инстанции» поддержкой банковской ликвидности (и в вопросе цены финансовых активов). Согласно его концепции асимметричного «риск-менеджмента», обеспечивается бесплатное страхование для всей финансовой системы. Это своего рода «опцион пут» с нулевой премией, а также неисчерпаемый источник моральных рисков.

По примеру Алана Гринспена, все крупные западные центральные банки осуществляли такую же политику в невиданных на то время масштабах во времени и пространстве вплоть до начала финансового кризиса в августе 2007 года. Именно поэтому рассмотрение финансовой стабильности в денежно-кредитной политике необходимо полностью пересмотреть. Для этого необходимо сначала подвести итоги трансформаций в финансовой сфере, которые значительно ослабили балансы финансовых посредников вне всякого пруденциального надзора и создали новые каналы системного риска.

Источники и литература:

1. Adrian T. CoVaR, Míméo / T. Adrian, M. Brunnermeier // Princeton University. – 2009. – January.
2. Bernanke B. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy / B. Bernanke, F. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1997. – Vol. 11. – № 2. – P. 97-116.
3. Blanchard O. J. Rethinking Macroeconomic Policy / O. J. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Position Note. – 2010. – № 10/03. – 12 février.
4. Borio C. Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options / C. Borio, C. Furfine, P. Lowe // BIS Papers. – 2001. – № 1. – mars. – P. 1-57.
5. Borio C. What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy? / C. Borio, I. Shim // BIS Working Papers. – 2007. – December. – № 242.
6. de Larosière J. Towards a New Framework for Monetary Policy / J. de Larosière // Central Banking. – 2010. – Vol. 20. – № 3.
7. Goodhart C. La politique monétaire dans les années 1990: objectifs et moyens d’action / C. Goodhart // Cahiers Économiques et Monétaires, Banque de France. – 1993. – № 341. – P. 5-20.
8. Greenspan A. Risk and Uncertainty in Monetary Policy / A. Greenspan // American Economic Review. – 2004. – Vol. 94. – № 2. – P. 33-40.
9. Jegadeesh N. Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implication for Stock Market Efficiency / N. Jegadeesh, S. Titman // Journal of Finance. – 1993. – Vol. 48. – № 1. – P. 65-91.