

**Т.О.Кричевська**, канд. екон. наук  
Інститут економічного прогнозування

## ІНСТИТУТ ДОВІРИ В МОНЕТАРНИХ КООРДИНАТАХ

*Розглянуто інститут довіри в монетарних координатах, зокрема, вектор довіри до грошей як активу, монетарні інститути, в які він розгортається, їх архітектуру і динаміку. Особливу увагу приділено дослідженню генезису й ефективності монетарних режимів.*

У наш час досить поширеним поясненням неефективності економічної політики і різного роду економічних взаємодій стає брак довіри. Довіра в аналітичних працях виступає тим негативним фактором, до дії якого можна віднести економічні проблеми, що не можуть бути розв'язані за допомогою інструментів макроекономічного регулювання. У журналі "Foreign Policy: The Magazine of Global Politics, Economics, and Ideas" натрапляємо на такий вислів: "Між економістом, який робить висновок, що країна страждає від низької довіри, і лікарем, який пояснює, що хвороба є результатом дії невідомого вірусу, – різниця невелика"<sup>1</sup>.

Проблема довіри – факторів, економічної ролі і важелів впливу на неї – активно дискутується навіть в економічно стабільних високорозвинених країнах. Схоже, інтерес до цих проблем походить саме звідти.

Численні опитування, проведені в цих країнах, свідчать про неухильне падіння довіри до суспільних інститутів. У США практика з'ясування ступеня довіри до інститутів має тривалу історію. 1958 року 73% опитаних американців заявляли, що вони довіряють федеральному уряду, до 1994 року ця кількість знизилася до 15%, а сьогодні перебуває на рівні 20–25%. "Світове опитування цінностей", що проводилося 1981, 1990 і 1995 років у 14 західних країнах, показало, що за цей період довіра до більшості суспільних інститутів у багатьох країнах знизилася – спостерігалось лише зростання довіри до преси і великих компаній<sup>2</sup>. За результатами опитування, проведеного Національним центром наукових досліджень (Париж) 1990 року у 20 країнах плюралістичної демократії, парламенту і державній адміністрації не довіряли або мало довіряли в Японії – відповідно 71% і 66%, Італії – 68% і 75%, у Великобританії – 54% і 56%. На підставі цих опитувань було зроблено висновок про ерозію довіри до основних інститутів і організацій політичного режиму. Ерозія довіри характеризувалася такими ознаками, як хронічний характер, значне географічне поширення, структурна поширеність (стосується більшості важливих інститутів);

---

<sup>1</sup> Naim M. Confidence Game // Foreign Policy The Magazine of Global Politics, Economics, and Ideas. – 2001. – May–June.

<sup>2</sup> Фукуяма Ф. Великий разрыв. – М., 2003. – С. 74, 83.

раціональне забарвлення (недовіра базується не на ідеологічній, а на прагматичній основі)<sup>3</sup>.

Якщо в розвинених країнах глибинні причини зниження довіри вбачають у зростанні індивідуалізму в умовах постіндустріальної доби, то в перехідних суспільствах проблема породжується новизною ринкових відносин. У такій ситуації вирішального значення набуває розв'язання проблеми довіри населення до життєво важливих змін у сфері економіки, до проведення наміченого курсу, механізму соціально-економічних змін<sup>4</sup>.

У пострадянських країнах проблема недовіри до держави є очевидною для найширших мас населення – усіх, хто постраждав від знецінення заощаджень.

З огляду на особливе значення довіри в перехідній економіці міжнародний міждисциплінарний інститут Колегіум Будапешт ініціював широкомасштабне дослідження цієї проблематики представниками різних дисциплін із 17 країн, серед яких такі відомі економісти, як Я.Корнаї, С.Роуз-Акерман, В.Радаєв<sup>5</sup>. Економічні і соціальні аспекти феномену довіри активно досліджують Інститут економіки Російської академії наук, Вища школа економіки, результати досліджень публікуються на сторінках передових російських економічних видань. Серед сучасних дослідників даної проблематики такі російські економісти, як Б.Мільнер, В.Радаєв, А.Олейник, А.Ляско та ін.

В Україні оцінку довіри до різного роду інститутів проводить Інститут соціології НАН України і Центр Разумкова; Міжнародний центр перспективних досліджень розраховує індекс споживчих настроїв. Про поширення і поглиблення настроїв недовіри до різних видів політичних і економічних інститутів свідчать результати соціологічних опитувань, проведених Інститутом соціології НАН України: зовсім не довіряють або переважно не довіряють Президентові 59,2%, Верховній Раді – 65,1%, уряду – 58,8%, а таким політично нейтральним інститутам, як банки і страхові компанії, – відповідно 62,1 і 68,4% респондентів<sup>6</sup>.

Стійка преференція недовіри над довірою, що спостерігається сьогодні в українському суспільстві, зумовлена такими чинниками: втратою заощаджень; збитками, пов'язаними з девальвацією національної валюти; заборгованістю із заробітної плати та пенсій; приватизаційними процесами, що не завжди відповідають засадам соціальної справедливості; втратою роботи за фахом й уподобаннями; руйнуванням попередньої соціальної системи і культивованої нею ієрархії цінностей; суперечливим, зтяжним характером суспільних трансформацій; тимчасовістю, моментністю більшості політичних пер-

<sup>3</sup> *Доган М.* Ерозия доверия в развитых демократиях // *Мировая экономика и международные отношения.* – 1999. – № 5. – С. 86, 87.

<sup>4</sup> *Мильнер Б.* Фактор доверия при проведении экономических реформ // *Вопросы экономики.* – 1998. – № 4. – С. 28.

<sup>5</sup> [www.colbud.hu/honesty-trust](http://www.colbud.hu/honesty-trust)

<sup>6</sup> Українське суспільство від виборів до виборів. Соціологічний моніторинг 1994, 1998, 2002 рр. // *Україна 2002. Моніторинг соціальних змін.* – К., 2002. – С. 581–585.

сонажів, чию мотивацію громадська думка оцінює як прагнення "урвати" якнайбільше від "бюджетного пирога"<sup>7</sup>.

Проблематику віри і довіри вивчають філософія, психологія, соціологія, політологія, а з появою теорії раціональних очікувань – і економічна наука. Довіра поєднує в собі як раціональний, так і ірраціональний компоненти, тому її розгляд лише з економічної точки зору не може дати цілісної картини відповідного кола економічних проблем. Отож, поглянемо на неї очима економіста, але з урахуванням ірраціональності. Спершу розглянемо грані довіри як категорії, виокремимо серед них довіру як інститут (а це дає надію на її добудову) і, зрештою, зупинимось на довірі в її найбільш концентрованому вигляді, абстрактній формі – грошах, адже саме в монетарній сфері проблема довіри є найгострішою, найвідкритішою і найпридатнішою для вивчення. Зазначимо, що у вітчизняній економічній науці проблема довіри найбільш активно дискутується саме в контексті довіри до банків. Серед таких досліджень – праці А.Гриценка, М.Савлука, О.Яременка, О.Барановського та ін. У цій статті ми зосередимось на іншому векторі довіри до банківської системи – довірі до грошей як активу. Напрацювання в цьому напрямі можуть стати основою для відповідних програм дій і в інших економічних сферах.

Етимологія слова "довіра" виявляє його зв'язок з таким поняттям, як "віра", а префікс "до" (від грецького *δῆ* або латинського *do*) вказує на напрям<sup>8</sup>. Тлумачний словник дає такі визначення віри і довіри: "Віра – 1) упевненість у чомусь, у здійсненні чого-небудь; упевненість у позитивних якостях когонебудь, у правильності, розумності чиєїсь поведінки; 2) те саме, що довіра; 3) визнання існування Бога". "Довіра – ставлення до когонебудь, що виникає на основі віри в чийсь правоту, чесність, щирість"<sup>9</sup>. Виходячи з цих визначень, довіру можна розглядати як певні очікування, що виникають на основі віри. Приблизно так трактує категорію довіри і Фома Аквінський у "Сумі теології" (друга частина, питання 129): "Довіра належить до віри, оскільки являє собою переконання в існуванні чогось і когось. Але довіра належить і до надії. Довіра свідчить, перш за все, про те, що людина отримує надію, вірячи словам того, хто обіцяє допомогти їй"<sup>10</sup>.

Віра є глибинною загальнолюдською універсалиєю культури, яка фіксує комплексний феномен індивідуальної і масової свідомості; вона включає такі аспекти, як гносеологічний (прийняття як істини тези, не доведеної достовірно, чи такої, що принципово не доводиться), психологічний (усвідомлення і переживання змісту даної тези як цінності) і релігійний (за віднесення змісту об'єкта віри до сфери надприродного). Віра завжди пов'язана з предметом, змістовно ним визначається і у зв'язку з цим є безмежно багатоманітною у своїх проявах. Якщо, наприклад, предметом віри виступають явища, які людина не може або не бажає охопити розумом, то вона відмовляється у тій чи тій формі

<sup>7</sup> Мартинюк І. Співвідношення довіри й недовіри в українському суспільстві з точки зору реалій сьогодення // Україна 2002. Моніторинг соціальних змін. – С. 499, 501.

<sup>8</sup> Етимологічний словник української мови: У 7-и т. – Т.2. – К., 1985. – С. 96.

<sup>9</sup> Тлумачний словник української мови. – Харків, 2003. – С. 140.

<sup>10</sup> Catholic encyclopedia // <http://www.newadvent.org/cathen>

від пізнання, включаючи механізми витіснення, заміщення чи раціоналізації, або спрощує чи редукує об'єкт, віддаючи перевагу ірраціональній вірі без будь-яких доказів. Отже, віра може бути просто ймовірною думкою, коли людина з певних причин відмовляється від інтелектуальних зусиль. У цьому разі віра – найнижчий ступінь знання. Віра також може бути найвищим ступенем знання, що перевищує будь-яке раціональне пізнання (релігійна віра). В англійській мові найбільш чітко розрізняється теоретична віра в те, що щось існує (belief), і релігійна віра (faith).

В етичному сенсі віра означає те саме, що здатність довіряти, свого роду моральну силу, яка передбачає душевну стійкість. Виправданням цієї віри є лише відчуття моральної цінності іншої особи. Віра завжди є ризик, тобто це почуття може помилятися. Вона за своєю суттю завжди сліпа, бо та віра, яка має надійну основу й об'єктивну гарантію, – не справжня, в ній відсутній вирішальний момент ризику власною особистістю. Хто знає, той не може вірити. Сліпа віра (чи сліпа довіра) є свого роду вищим випробуванням моральної сили, справжнім критерієм єдності в усіх найглибших відносинах людини до людини<sup>11</sup>.

Соціологи розглядають довіру як ключовий побічний продукт соціальних норм співробітництва, що утворюють соціальний капітал, як його мірило. Ф.Фукуяма у книзі "Довіра" доводить неможливість пояснення феноменів довіри і соціального капіталу, посиляючись лише на людську природу, оскільки це не пояснює, чому різні суспільства мають різні радіуси довіри. Він будує пояснення, спираючись на культурні відмінності і релігійний спадок суспільства<sup>12</sup>.

Отже, соціологи розглядають норми, і в тому числі довіру, як екзогенні. Самі норми, на їхню думку, є похідними від характеристик суспільства і підпорядковані завданню його відтворення. Вони виокремлюють так звану онтологічну впевненість – відчуття емоційної й інтелектуальної впевненості, яке виникає в результаті ефективності виховання індивіда, особливо на стадії ранніх сімейних відносин. Ното sociologicus повністю визначається нормативною структурою суспільства.

Економісти ж із часів класичної політичної економії не можуть погодитися з подібним розумінням норм, бо воно виключає свободу вибору. Ното оесопотісус вільний у своєму виборі. Раціональна дія спрямована на досягнення результату. Дія, що регулюється соціальними нормами, не націлена на результат. Навіть складні норми передбачають, що індивід просто додержується їх, натомість раціональна поведінка вимагає від індивіда складних розрахунків в умовах невизначеності. Теорія суспільного вибору вбачає в нормах результат усвідомленого, раціонального вибору людей. Вона вивчає, перш за все, юридичні норми. Економіка угод вбачає в додержанні норм передумову раціональної поведінки, незважаючи на те, що норми при цьому вважаються заданими ззовні, екзогенними. Економіка угод пропонує розглядати норми як

<sup>11</sup> Краткая философская энциклопедия. – М., 1994. – С. 64.

<sup>12</sup> Фукуяма Ф. Доверие. Социальные добродетели и созидание благосостояния // Новая постиндустриальная волна на Западе. – М., 1999.

передумову для взаємної інтерпретації намірів і переваг учасниками угод на ринку. У такому контексті додержання норми стає для індивіда способом доведення до контрагента сигналів про свої наміри й одночасно основою для розуміння намірів інших індивідів. Індивіди виконують приписи норми не тому, що вона є абсолютним детермінантом їхньої поведінки, а з метою зниження невизначеності у взаємодіях і, отже, досягнення своїх раціонально поставлених цілей<sup>13</sup>.

Довіра є однією з таких норм. Цілерациональна діяльність економічного агента стає можливою, тільки якщо він здатен формувати такі, що відповідають дійсності, сподівання щодо поведінки контрагентів і взагалі предметів оточуючого світу. Так, в умовах узаємозалежності цілерациональна дія можлива лише за наявності довіри як норми, що регулює відносини між індивідами. Отже, для економістів (за визначенням Е.Остром) норма довіри полягає в "очікуванні певних дій оточуючих, які впливають на вибір індивіда, коли індивід повинен почати діяти до того, як стануть відомими дії оточуючих"<sup>14</sup>.

При цьому дуже важливо розрізняти персоніфіковану і деперсоніфіковану довіру. Персоніфікована довіра може базуватися на наявності достатньої інформації про особу завдяки родинним і дружнім зв'язкам і взаємній залежності. Тотальна персоніфікація довіри була властива командно-адміністративній економіці, вона має місце в умовах перехідної економіки й, узагалі, з'являється там, де падає довіра до державних інститутів (наприклад, у Південній Італії).

Заміна деперсоніфікованої довіри персоніфікованою не є однозначно негативним явищем. Ринок тісно пов'язаний з відносинами взаємної залежності і персоніфікованої довіри – ними підтримується стабільність ринку. По суті, на ринку існує два сектори з різними завданнями: 1) сектор продовжених трансакцій – сектор відносин взаємної залежності, який приносить на ринок стабільність, передбачуваність, і 2) сектор, пов'язаний з масовими, але дрібними трансакціями, який підтримує ефективність ринку завдяки створенню конкурентного середовища<sup>15</sup>. Отже, економічна система постає перед необхідністю побудови достатнього рівня деперсоніфікованої довіри.

На нашу думку, проблематику деперсоніфікованої довіри найзручніше розглядати через призму грошових відносин, у монетарних координатах.

Грошове господарство пронизує все суспільство. Гроші є інститутом, який виник і розвивається для економії витрат обміну. Якщо розглядати вибір грошової субстанції з позиції теорії ігор, то вибір монетарного товару є чистою координаційною грою, тобто грою, в якій немає конфлікту інтересів<sup>16</sup>. Приклад такої уявної гри – це імпліцитне розв'язання питання, як слід їхати – з правого

<sup>13</sup> Олейник А. Институциональная экономика. Норма как базовый элемент институтов // Вопросы экономики. – 1999. – № 2. – С. 138.

<sup>14</sup> Цит. за: Олейник А. Институциональная экономика. Институт плана и институт рынка // Вопросы экономики. – 1999. – № 4. – С. 134.

<sup>15</sup> Кузьминов Я. Лекции по институционализму. Лекция 4. – С. 17–18 // [www.institutional.boom.ru](http://www.institutional.boom.ru)

<sup>16</sup> Richter R. Why Price Stability? An Answer from the Perspective of Modern Institutional Economics. – <http://ww16srv.wiwi.uni-sb.de/institut/whyprice.pdf>

чи з лівого боку дороги на новому острові. Гравці обирають певне рішення, "фокальну точку". У рівновазі суто координаційної гри жоден із гравців не має стимулу відхилитися від свого плану дій, доки інші гравці цього не зроблять. Аналогічно монетарний товар обирається суспільством у суто координаційній грі без конфлікту інтересів і без спілкування. Подальша еволюція грошей у напрямку зниження трансакційних витрат призводить до появи розмінних на дорогоцінні метали банкнот. Проте поява банкнот була не просто економією витрат обміну. Вона стала продовженням розвитку специфічного виду економічних і соціальних відносин – кредиту.

Категорії кредиту і довіри є еквівалентними лінгвістично і надзвичайно близькими соціологічно. Слово "кредит" походить від латинського "creditum" – борг, корінь якого "credit" означає "він вірить". Щодо соціального змісту, то і виявлення довіри, і надання позики свідчать про соціальне відчуження і ризик щодо майбутнього – ключові ознаки віри, про які ми говорили напочатку.

На ранніх етапах розвитку суспільства акти виявлення довіри і надання позики були тісно пов'язані з релігійними ритуалами, а боргові зобов'язання оформлювалися клятвою. Проте коли цілісність суспільства зросла, а відносини між його структурними елементами стали надто складними, закони поступово почали перебирати на себе кодифікацію обмежень, які виправдовують довіру і роблять можливим позичання, що раніше забезпечувалося божественною силою<sup>17</sup>.

Банкноти були втіленням акту кредитування – вони свідчили про борг банку перед їх утримувачем і, відповідно, також вимагали державної кодифікації обмежень.

З позиції теорії ігор банкноти вже не були фокальною точкою, а гра не була суто координаційною. Виникав конфлікт інтересів – між емітентом, який міг одержати квазіренту від надмірної емісії, і утримувачем банкнот. Поставала проблема довіри, яка вимагала відповідної інституційної реакції. Наприкінці XVIII – на початку XIX століть було три альтернативних способи розв'язання проблеми надмірного випуску банкнот: 1) націоналізація випуску банкнот; 2) посилення відповідальності за випуск неконвертованих банкнот і 3) підпорядкування банків спеціальним правилам, які вводяться і контролюються державою<sup>18</sup>. Націоналізація банків у той період була дуже непопулярним заходом. Навпаки, у Швеції, Данії і Німеччині було здійснено денаціоналізацію державних банків (відповідно 1726 і 1818 років, після об'єднання Німеччини), які надавали незабезпечені позички урядам у великих розмірах. Ідея націоналізації випуску грошей суперечила також панівній тоді доктрині *laissez-faire*, до того ж населення добре пам'ятало негативний досвід системи Джона Ло на початку XVIII століття і асигнатів Французької революції. Другий метод – запровадження повної та додаткової відповідальності власників банків – був застосований у США, але не забезпечив зменшення банківських криз. Отже, держави

<sup>17</sup> Дюффо Р. Держава, банк і громадянин: довіра – ключовий чинник інвестування та зростання // Тенденції української економіки. – 1999. – № 9. – С. 52.

<sup>18</sup> Giannini G. Money, Trust, and Central Banking // Journal of Economics and Business. – 1995 – №47 – P. 219.

для запобігання надмірної емісії намагалися встановлювати певні пруденційні правила. Така практика поширилася від Банку Англії, де в період воєн з Наполеоном було введено 5-відсоткове обмеження на дисконтування короткострокових векселів, а 1844 року було ухвалено Акт Роберта Піля, за яким Банку Англії надавалося виключне право на випуск банкнот, перевищення граничного розміру якого допускалося за умови 100-відсоткового забезпечення дзвінкою монетою. Подібне відбулося у Франції 1848 року, у США – у 1860 роках, в Італії – 1874-го, у Швеції – 1897-го, в Росії у 1895–1897 роках, під час грошової реформи С.Вітте.

Інституційною реакцією на появу грошей у вигляді банківських депозитів, які за своєю природою можуть багатократно розширюватися, стало формування систем кредитора останньої надії та банківського нагляду.

Зрештою, подальше ускладнення економічної системи, необхідність гнучкого реагування пропозиції грошей на макроекономічну кон'юнктуру призвели до остаточного падіння інституту повноцінних грошей і появи символічних грошей, що є лише символами вартості; грошей із дуже мінливою, негарантованою купівельною спроможністю. За цих умов контракт, укладений сьогодні у грошових одиницях, є таким само спекулятивним за своєю природою, як і майбутній контракт. Контракти, виражені у грошових одиницях, є нічим іншим, як підвидом ф'ючерсних контрактів, і є нематеріальними незалежно від того, в чому виражені грошові одиниці – в певній кількості грошової субстанції чи абстрактних одиниць<sup>19</sup>. На чому ж будується довіра до символічних грошей? Г.Зіммель у відомій праці "Філософія грошей" зазначав, що вартість, якої люди надають грошам, є чимось подібним до релігійної віри. Як і будь-яка інша віра, віра у стабільність купівельної сили грошей, переконаність у стабільності грошей має розпливчату, ірраціональну природу<sup>20</sup>. Вона не є прямим продуктом права, хоча право може створити умови, сприятливі для еволюції певних соціальних звичаїв.

Тобто потрібно побудувати певну культуру, як, скажімо, була збудована культура стабільності в Німеччині. Як і будь-яка інша, культура стабільності передбачає існування загальних цінностей. Такою цінністю у Німеччині стала купівельна спроможність грошової одиниці. Ми повернемося до розгляду досвіду Німеччини трохи пізніше, а зараз спробуємо підвести теоретичну основу під необхідність побудови довіри до грошової одиниці. Громадськість треба переконати в необхідності цінової стабільності, і це завдання ускладнюється тим, що така стабільність досягається ціною певних економічних утрат для суспільства, вона має альтернативну вартість, нехай і в короткостроковому періоді. Справді, в короткостроковому періоді існує вибір між безробіттям та інфляцією (так звана крива Філіпса). Але, згідно з теорією раціональних очікувань, стимулюючого ефекту може досягти лише несподівана монетарна експансія. Тоді крива Філіпса постає в модифікованому вигляді:

<sup>19</sup> *Richter R.* Why Price Stability? An Answer from the Perspective of Modern Institutional Economics.

<sup>20</sup> *Simmel G.* Philosophy of Money, translation of Simmel (1900) by T. Bottomore and D. Fishby, London: Routledge&Regan Paul. – P. 178.

$$y - y^* = \alpha(\pi - \pi^e), \quad (1)$$

де  $y^*$  – рівень виробництва за повної зайнятості;  $\pi$  – очікуваний рівень інфляції;  $\alpha$  – додатний скаляр.

Виробництво може перевищити природний рівень ( $y > y^*$ ), коли матиме місце несподівана інфляція ( $\pi > \pi^e$ ). Якщо економічні агенти формують свої очікування раціонально, то  $\pi = \pi^e$  і, таким чином, матиме місце потенційний рівень виробництва.

Якщо монетарна влада бажає досягнути вищого рівня виробництва і стабільності рівня цін, то її функцію корисності можна записати як:

$$U(y, \pi) = y - \beta\pi^2, \quad (2)$$

де  $\beta$  – додатний скаляр.

У такому разі завдання монетарної влади полягатиме в максимізації функції корисності (2) за обмеження, яке створює крива Філіпса (1).

З метою одержання стимулюючого ефекту монетарна влада позиціонує власний рівень інфляції вже після того, як у суспільстві склалися певні інфляційні очікування. Тобто, знаючи  $\pi^e$ , центральний банк обирає такий рівень  $\pi$ , який би максимізував функцію корисності (2).

Щоб визначити відповідний рівень інфляції, підставляємо обмеження (1) у функцію (2):

$$U(\pi) = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) - \beta\pi^2. \quad (3)$$

Необхідною умовою максимізації функції є:

$$\frac{dU}{d\pi} = 0;$$

$$\text{звідси } \alpha - 2\beta\pi = 0; \quad \pi = \frac{\alpha}{2\beta}. \quad (4)$$

Оскільки  $\alpha$  і  $\beta$  – додатні скаляри, оптимальний рівень інфляції буде додатним. Якщо ж очікування суспільства є раціональними, воно знатиме і враховуватиме схильність монетарної влади до "обману", тобто до непослідовної політики. Отже, виконуватиметься рівність:

$$\pi^e = \pi = \frac{\alpha}{2\beta}. \quad (5)$$

Таким чином, бажаного стимулюючого ефекту не буде досягнуто, і у дорівнюватиме  $y^*$  – згідно з (1). Це так звана теорія часової непослідовності, сформульована Ф.Кідлендом і Е.Прескотом 1977 року.

Виникає запитання, чи можна підвищити загальну корисність монетарної політики в контексті даної моделі? Відповідь: так, можна. Враховуючи, що в будь-якому разі  $y$  дорівнюватиме  $y^*$ , слід мінімізувати рівень інфляції і зробити так, щоб суспільство в це повірило. У цій моделі оптимальним рівнем інфляції є  $\pi = 0$ . Таким чином, рівень інфляції і купівельна спроможність грошової одиниці є нічим іншим, як певним рівнем довіри в суспільстві. Наведена



вище модель зображає гроші як довіру до монетарної влади, але насправді купівельна спроможність грошової одиниці – це також довіра економічних агентів у найширшому сенсі цього слова, адже в ціни закладаються різного роду ризику, невпевненість, недовіра. Отже, гроші – це абстрактна форма довіри, яка постає в сучасному суспільстві з відмовою індивідів від традиційних соціальних зобов'язань. Символічні гроші не є лише творінням закону, як у "Державній теорії грошей" І.Кнаппа (хоча, здавалося б, запровадження єдиної грошової одиниці Європейського валютного союзу – євро – є безпосереднім свідченням на користь цього). Такі функції, як рахункова одиниця і засіб заощадження, гроші не зможуть виконувати без довіри. Соціологи відносять символічні гроші до так званих "розкладаючих механізмів" – абстрактних систем, які поширюють соціальні відносини в часі і просторі, але разом з тим викликають ненадійність і відособленість від традиційних соціальних зв'язків<sup>21</sup>.

І все ж, незважаючи на те, що гроші – це довіра в широкому сенсі, проблему довіри до купівельної спроможності слід розв'язувати, перш за все, в контексті довіри до держави. Монетарна влада сьогодні має у своєму арсеналі достатньо інструментів, щоб контролювати загальний рівень цін, а саме він, а не відносні ціни, визначає купівельну силу грошей.

Тепер, повертаючись до нашого завдання – побудови системи цінностей "культури стабільності", можемо сказати, що кроком до неї є поширення відповідних знань про економічні процеси (наприклад, таких, як теорія часової непослідовності), результатом якої стане усвідомлення стабільності як блага, а другим кроком має стати організація взаємодії між суб'єктами монетарної політики і суспільством. Це зумовлює необхідність побудови відповідних інститутів, у які, власне, і розгортається інститут довіри в монетарних координатах.

Історично перший з них – *монетарний стандарт (monetary standard)* – це сукупність інституцій і механізмів управління грошовою пропозицією. Поняття монетарного стандарту почало вживатися вже щодо різних типів металевих стандартів: золотого, срібного, біметалічного, які визначали механізми й обмеження на емісію грошей. Ще однією важливою категорією у монетарній політиці є поняття *номінального якоря (nominal anchor)*. Оскільки існування грошей, грошових цін товарів і механізмів регулювання грошей стало причиною появи великої кількості номінальних змінних, поєднаних між собою складними зв'язками, що набувають різних властивостей в умовах кожної окремої економіки, з'являється потреба у визначенні цільової номінальної змінної для монетарної політики, що й дістала назву номінального якоря, який утримує в певних межах динаміку інших номінальних змінних. Можна виокремити три типи номінальних якорів. Перший тип фіксує грошову ціну одного чи кількох товарів. Першими номінальними якорями були фіксовані ціни стандартної вагової одиниці металу, і відповідні монетарні стандарти дістали назву товарних стандартів. Номінальний якор цього типу ще інколи називають фіксованим номінальним якорем, оскільки в умовах таких стандартів спостерігалася тен-

<sup>21</sup> Джери Д., Джери Дж. Большой толковый социологический словарь: русско-английский, англо-русский: В 2-х т. – Т. 1. – М, 1999. – С. 188.

денція до повернення загального рівня номінальних цін на певний фіксований нормальний рівень у довгостроковому періоді<sup>22</sup>. Номінальний якір другого типу називають рухомим, оскільки він відбиває прагнення монетарної влади досягти певної рухомої номінальної цілі (таргету): динаміки грошової маси (монетарний якір, монетарне таргетування), показника інфляції (інфляційний якір, таргетування інфляції). У цих випадках цілі щодо номінальних таргетів відбивають їх бажану динаміку, виходячи з динаміки попередньої. Зрештою, третій тип номінального якоря – це фіксація, або прив'язка ціни національної грошової одиниці, вираженої в іноземній грошовій одиниці (таргетування обмінного курсу). У цьому разі країна приймає номінальний якір іншої або кількох інших країн. Так, за Бреттон-Вудською угодою країни акцептували післявоєнний рівень інфляції у США; Механізм валютних курсів (Exchange rate Mechanism) Європейської монетарної системи також передбачав прийняття на себе країнами певного спільного рівня інфляції.

Виявлення ролі суспільних очікувань в ефективності макроекономічної політики привело до зміни концепції монетарного стандарту концепцією монетарного режиму. *Монетарний режим (monetary regime)* – це комплекс монетарних механізмів і інституцій, якому відповідає комплекс очікувань – очікувань суспільства щодо дій політиків і очікувань політиків щодо реакції суспільства на їхні дії. За визначенням відомого англійського економіста А.Лейонгфвуда, монетарний режим – це, по-перше, шаблон поведінки монетарної влади, а по-друге, система очікувань, яка скеровує поведінку громадськості<sup>23</sup>. Режим політики взагалі – це рівновага, в якій набір правил чи процедур, що регулюють формування публічної політики, генерує стабільні очікування учасників ринку.

А.Лейонгфвуд виокремлює дискреційні і конституційні монетарні режими, побудовані на основі правила. Постає ще один важливий інститут – правило монетарної політики. Правило передбачає певні обмеження, в тому числі у проведенні політики. Йому протистоїть дискреція – політика, залишена на розсуд органів влади. *Правило в монетарній політиці* передбачає, що монетарна влада заздалегідь оголошує про свої заходи в умовах тієї чи тієї макроекономічної ситуації. *Дискреція* означає, що монетарна влада оцінює характер економічних проблем стосовно кожного окремого випадку й обирає найпридатнішу, на її думку, для даного моменту політику<sup>24</sup>.

Ідея правила в політиці відповідає доктрині *laissez-faire* і неокласичній теорії. Дослідження проблеми правил у монетарній політиці має досить тривалу історію: вагомий внесок у її розробку зробили Г.Торнтон (1802), У.Бегхот

<sup>22</sup> Flood R., Mussa M. Issues concerning nominal anchors for monetary policy // NBER Working paper. – 1994. – September. – P. 1.

<sup>23</sup> Leijonhufvud A. Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform / edited by A.J. Schwartz. – Chicago and London: University of Chicago Press. – P. 131.

<sup>24</sup> Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. – М., 2000. – С. 713–714; Манків Г.Н. Макроекономіка. – К., 2000. – С. 413.

(1873), К.Віксель (1907), І.Фішер (1920, 1926), Г.Саймонс (1936), М.Фрідман (1948, 1960)<sup>25</sup>.

Г.Саймонс у класичній статті "Правила проти органів влади в монетарній політиці", опублікованій 1936 року в "Журналі політичної економії", писав: "Ліберальне вчення вимагає організації нашого економічного життя значною мірою через індивідуальну участь у грі з визначеними правилами... Установлені, стабільні, законодавчі правила гри щодо грошей набувають першочергового значення для виживання системи, побудованої на вільному підприємстві". Він протиставляв правила владі, або дискреції. Насправді цю дихотомію слід розглядати як континуум, в якому ступінь дискреції, що залишається монетарній владі, визначається специфікацією цілей, які перед нею ставляться, і швидкістю застосування відповідних заходів для їх досягнення. Екстремальна дискреція передбачає, що монетарна влада використовує весь спектр інструментів монетарної політики і її ціль встановлюється як "сприяння економічному добробуту". У цьому разі як сама ціль – економічний добробут, – так і зв'язок між діями монетарної влади та її досягненням є дуже розмитими. Умовним прикладом екстремального правила може бути зобов'язання центрального банку щотижня купувати певну кількість державних цінних паперів за ставкою 5% річних. Г.Саймонс розглядав альтернативні монетарні правила, в тому числі постійність кількості грошей, але, відзначаючи небезпеку різких змін швидкості обігу грошей, робив висновок про оптимальність, принаймні на той час, правила, що передбачає стабілізацію центральним банком рівня цін.

Серед найвідоміших сучасних дослідників правил монетарної політики – Дж.Тейлор, Б.МкКалум, Л.І.О.Свенсон. Г.Рудебуш, М.Кінг; у Росії відповідні дослідження активно проводять в Інституті економіки перехідного періоду. Є різні визначення правил монетарної політики від широких – "наперед визначений основний принцип проведення монетарної політики" або "систематичний процес прийняття рішень, що використовує інформацію послідовним і передбачуваним чином" – до суто технічних – "специфічна формула, що визначає процедуру застосування інструмента грошово-кредитної політики"<sup>26</sup>. Один із прихильників другого трактування правила відомий британський учений Б.МкКалум визначає його як "формулу, що може використовуватися центральним банком без знання позиції аналітиків щодо специфікації макроекономічної моделі чи цілей"<sup>27</sup>. Відомий сучасний фахівець із питань монетарної

<sup>25</sup> Див.: *Thornton H.* An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain. Reprint edition, ed. by F.A. von Hayek, 1978; *Baghot W.* Lombard Street: A description of the Money Market. – London: P.S.King, 1873; *Wicksell K.* The influence of the rate of interest on prices // *Economic Journal*. – 1907. – № 17. – P. 213–220; *Simons H.C.* Rules versus authorities in monetary policy // *Journal of Political Economy*. – 1936. – № 44. – P. 1–30; *Friedman M.* A monetary and fiscal framework for economic stability // *American Economic Review*. – 1948. – № 38. – P. 245–264; *Friedman M.* A program for monetary stability. – New York: Fordham University Press, 1960.

<sup>26</sup> *Мусеев С.* Правила денежно-кредитной политики // *Финансы и кредит*. – 2002. – № 16. – С. 37.

<sup>27</sup> *McCallum B.* Issues in the Design of Monetary Policy Rules // *NBER Working Papers*. – 1997. – № 6016. – P. 14.

політики Л.І.О.Свенсон розділяє поняття *інструментальних правил (instrument rule)* і *правил таргетування (targeting rule)*<sup>28</sup>. Інструментальне правило описує інструменти монетарної політики як функцію наперед визначених, перспективних або обох типів змінних. Якщо інструмент монетарної політики є функцією лише визначених наперед змінних, то має місце експліцитне інструментальне правило; якщо ж інструменти монетарної політики є також функцією перспективних показників, то має місце імпліцитна функція реагування і, відповідно, імпліцитне інструментальне правило монетарної політики.

На практиці жоден центральний банк не додержується інструментального правила – експліцитного чи імпліцитного. Центральні банки часто переглядають (реоптимізують) монетарну політику: вони не встановлюють функцію реагування раз і назавжди. Таким чином, інструментальне правило не відбиває зобов'язання центрального банку – воно, радше, слугує базою для порівняння, характеристики й оцінки поточної політики. Сьогодні існує величезна кількість досліджень, в яких емпірично виводиться інструментальне правило того чи того центрального банку, тобто здійснюється ретроспективний аналіз і тестування певних правил.

*Правило таргетування*, на думку Л.І.О.Свенсона, передбачає, що задається певна функція втрат, яку має мінімізувати центральний банк. Отже, воно визначає вектор цільових змінних, вектор величин таргетів і відповідну функцію втрат. Саме правило таргетування, вважає Л.І.О.Свенсон, а не інструментальне, відбиває зобов'язання центрального банку щодо дотримання таргету. Він пише, що будь-яка зміна у знаннях про функціонування економіки вимагає [дискретних] змін в інструментальному правилі, "натомість правило таргетування за виникнення нової інформації про структурні взаємозв'язки... передбачає автоматичний перегляд функції реагування центрального банку"<sup>29</sup>. Зазначимо, що як серед учених, так і серед практиків поки що відсутня методологічна єдність щодо відповідного категоріального апарату, що значною мірою зумовлюється складним міждисциплінарним характером категорії "правило".

Наступний монетарний інститут, породжений практикою проведення монетарної політики, – *монетарний устрій (monetary framework)*. Одне з визначень монетарного устрою – "інституційні умови, за яких ухвалюються й упроваджуються рішення монетарної політики"<sup>30</sup>. Отже, це не лише вибір цільового орієнтиру й обмеження щодо діяльності центрального банку. Монетарний устрій залежить від розвитку фінансових інституцій у країні та інших інституційних і структурних економічних характеристик. 2000 року було опубліковано емпіричне дослідження, що мало на меті виявити ключові характеристики мо-

<sup>28</sup> Svensson L.E.O. Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule // NBER Working Papers series. – 1998. – № 6790.

<sup>29</sup> Svensson L.E.O. Commentary: "How Should Monetary Policy Respond to Shocks while maintaining Price Stability? – Conceptual Issues", in: Achieving Price Stability. Federal Reserve Bank of Kansas City. – P. 216.

<sup>30</sup> McNees S.K. Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy // New England Economic Review Editor. – 1987. – September/October. – P. 3.

нетарного устрою як категорії й особливості побудови монетарної політики у 93 країнах – індустріальних, із перехідною економікою та таких, що розвиваються<sup>31</sup>. У цьому дослідженні для класифікації монетарного устрою певної країни на основі анкетування центральних банків були проведені такі вимірювання.

I. Ступінь фокусування на певній цілі: 1) як центральний банк класифікує свій монетарний устрій (це дозволяє виявити його пріоритети); 2) чи має місце явний цільовий орієнтир щодо валютного курсу, грошей чи інфляції (за яким центральний банк звітує); 3) як центральний банк ранжує цілі монетарної політики; 4) яким змінним надається пріоритет у разі виникнення конфлікту цілей.

II. Інституційні характеристики монетарної політики: 1) ступінь незалежності центрального банку; 2) відповідальність за проведення політики; 3) публічність політики.

III. Вплив стану фінансової системи на ефективність інструментів монетарної політики.

IV. Аналітичний інструментарій, що використовується центральним банком.

Зрештою, з'являється такий інститут, як *монетарна стратегія* – система середньо- і довгострокових цілей, способів використання центральним банком інструментів монетарної політики для досягнення цих цілей і процедур ухвалення відповідних рішень в умовах даного монетарного устрою; водночас монетарна стратегія визначає динаміку розвитку монетарного устрою. Таким чином виявляється діалектичний взаємозв'язок категорій монетарного устрою і монетарної стратегії.

Розглянемо, як будуються очікування і, відповідно, довіра суспільства в різних монетарних режимах: незалежний центральний банк, що проводить дискреційну політику; режим фіксації валютного курсу; таргетування грошової маси; обмежено-дискреційний режим прямого таргетування інфляції. *Таргетування* (targeting) в перекладі з англійської означає визначення проміжного цільового орієнтиру монетарної політики. З розвитком інституту монетарної стратегії таргетування певної величини стало ярликом для позначення монетарних устроїв, які дають змогу привести різні монетарні устрої до певного спільного знаменника, коротко охарактеризувати його аналітичний фундамент. Такими ярликами, власне, й є націлення на валютний курс (таргетування валютного курсу), на грошову масу (монетарне таргетування), на інфляцію (таргетування інфляції).

Я.Корнаї одним з інструментів захисту громадян в умовах недовіри до держави вважає "нейтральні, неупереджені інститути", серед яких, у першу чергу, називає центральний банк і банківську систему<sup>32</sup>. Передбачається, що ці інститути залишаються осторонь щоденної політичної боротьби, зберігають нейтралітет і неупередженість. Вони мають ухвалювати рішення, виходячи виключно з професійних критеріїв. Саме по собі існування незалежного цен-

<sup>31</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context / Edited by L. Mahadeva and G. Sterne. – London and New York: Routledge, 2000.

<sup>32</sup> Корнаї Я. Честность и доверие в переходной экономике // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – С. 10.

трального банку можна назвати монетарним режимом дуже умовно, адже незалежність не передбачає автоматично спеціальних дій, спрямованих на формування очікувань суспільства. Разом з тим формуванню оптимістичних очікувань щодо загального рівня цін сприяє усвідомлення економічними агентами того факту, що монетарна політика ізольована від політичних ділових циклів. Це те, що стосується першої складової системи цінностей культури стабільності – знань про економічні явища. Щодо другої – взаємодія (інформаційна) монетарної влади з суспільством може ґрунтуватися на "жорсткій" позиції останнього у боротьбі з інфляцією. Тобто для посилення довіри до грошової одиниці потрібні кілька прецедентів – ситуацій, в яких здійснювалася жорстка антиінфляційна політика, незважаючи на конфлікт з органами монетарної влади.

Наступний монетарний режим – фіксація обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Суспільство оцінюватиме стабільність валютного курсу як благо, якщо відповідна іноземна валюта широко використовується як рахункова одиниця для багатьох операцій та виконує функцію засобу заощадження. Фіксація обмінного курсу матиме так званий сигнальний ефект, тобто стабільний валютний курс асоціюватиметься із стабільними внутрішніми цінами. З іншого боку, у монетарної влади також з'являється можливість побудувати довіру до себе на основі доступності оперативної інформації про виконання нею своїх зобов'язань. Валютний курс, по суті, є найбільш очевидним і легко контрольованим з боку громадськості зобов'язанням монетарної влади. Щоправда, можна поставити під сумнів безпосередній зв'язок стабільності обмінного курсу і стабільності внутрішніх цін, адже можлива ситуація, коли валютні інтервенції чи інші засоби регулювання валютного ринку є інфляційними. Проте такий зв'язок існує. Це виявляється у так званому дисциплінарному ефекті фіксації обмінного курсу. Якщо в даній країні спостерігається вищий рівень інфляції, ніж у країні, до валюти якої здійснена прив'язка, попит на внутрішні товари зменшується і зростає попит на імпорт. Це призводить до рецесійних ефектів у даній країні і зниження рівня цін (чи темпу інфляції). Зрештою, країна буде змушена прийняти такий самий темп інфляції, як і в країні, до валюти якої здійснена прив'язка.

Ще однією важливою рисою режиму фіксації валютного курсу є можливість раціональних економічних агентів оцінити *ex ante* спроможність монетарної влади дотримуватися відповідних зобов'язань, тобто це, скажімо, інформація про наявні валютні резерви центрального банку, динаміку імпорту й експорту, структуру зовнішнього державного боргу. Здійснюючи фіксацію валютного курсу, держава зобов'язується підтримувати вартість одного активу, тому суспільству легше повірити в це, ніж у здатність контролювати інфляцію, яка залежить від цін багатьох активів.

Звичайно, існує низка факторів, які підривають ефективність фіксації обмінного курсу як монетарного режиму. Класичний фактор – це неможливість проведення суверенної грошової політики, залежність у цьому плані від іншої країни. Завжди є ризик, що, зіткнувшись із потужним дисциплінарним ефектом, держава скасує фіксацію. По-друге, якщо країна з огляду на специфіку

структури економіки вразлива до зовнішніх шоків, це підриває довіру до всіх цільових орієнтирів, але особливо до зовнішніх. По-третє, фіксація номінального валютного курсу перешкоджає наближенню реального валютного курсу до реального ефективного валютного курсу. Вона стає квазіподаткуванням і призводить до неефективного розміщення ресурсів (див., наприклад, дослідження А.Іларіонова)<sup>33</sup>.

Окрім цього, виникає неефективність іншого роду – фіксація ціни іноземної валюти перекладає валютний ризик із приватних агентів на державу, що також викликає неефективне розміщення ресурсів.

Фіксація валютного курсу часто є перехідним монетарним режимом, адже структурні зрушення в економіці вимагають змін реального обмінного курсу. Для деяких країн цей режим є взагалі неприйнятним: якщо, наприклад, країна надто велика (як США) або якщо для неї неможливо визначити країну, валюта якої могла б слугувати номінальним якорем для очікувань суспільства.

Ще одним механізмом скерування очікувань суспільства є монетарне таргетування. Суть цього монетарного режиму полягає в тому, що центральний банк, виходячи з цільового показника інфляції, оцінок потенційного зростання виробництва і динаміки швидкості обігу грошей у рамках кількісного рівняння обміну визначає цільовий темп зростання грошових агрегатів і оголошує його громадськості.

Найрадикальнішим правилом, що базується на монетарному таргетуванні, є "монетарне правило" М.Фрідмана: внесення конституційної поправки, яка передбачає встановлення фіксованого щорічного процента приросту певного грошового агрегату (у більш ранніх працях М.Фрідмана – агрегату M1, який найтісніше пов'язаний з національним доходом, а у більш пізніх – грошової бази, яку найлегше контролювати центральному банку)<sup>34</sup>.

В індустріальних країнах монетарне таргетування набуло значної популярності безпосередньо після колапсу Бреттон-Вудської валютної системи і на початку 1980 років. У ці періоди понад 40% цих країн практикували оголошення цільових монетарних орієнтирів. Але, починаючи з 1982 року, популярність монетарного таргетування почала знижуватися, і в середині 1990-х лише в чверті індустріальних країн оголошували монетарні таргети. У країнах, що розвиваються, до середини 1980 років монетарне таргетування майже не використовували, а до середини 1990-х оголошення цільових орієнтирів грошової маси використовували приблизно в 10% цих країн. У цих країнах обмінні курси більш тісно корелюють із кінцевими цілями монетарної політики, ніж грошові агрегати<sup>35</sup>.

Тоді як жорсткі форми таргетування обмінного курсу (валютні ради, жорстка прив'язка) загалом є досить поширеними, такі самі жорсткі форми

<sup>33</sup> *Илларионов А.* Реальный валютный курс и экономический рост // Вопросы экономики. – 2002. – №2. – С.19–48.

<sup>34</sup> *Friedman M.* Monetary Policy: Tactics versus Strategy / The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform. – P. 368.

<sup>35</sup> *Cotarelli C., Giannini C.* Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in Post – Bretton Woods Era // IMF Occasional Paper. – 1997. – № 154. – P. 25.

монетарного таргетування (як правило Фрідмана) на практиці ніколи не використовували.

Основними перевагами монетарного таргетування як монетарного режиму є: 1) "суверенність" – центральний банк обирає цільовий показник інфляції, найприйнятніший для даної країни, і має змогу коригувати політику відповідно до внутрішніх коливань обсягу виробництва; 2) тісний зв'язок з інструментами монетарної політики, тобто високий рівень контролю з боку центрального банку; 3) монетарні агрегати досить швидко вимірюються, відповідно, звіти про виконання монетарних таргетів надходять до громадськості з короткими лагами – порядку кількох тижнів. Це посилює відповідальність центрального банку, суспільний контроль і дає практично миттєві сигнали щодо можливості дотримання цільових показників інфляції.

З технічної точки зору ефективність монетарного таргетування залежить від стабільності зв'язку монетарних агрегатів із цільовими змінними (інфляцією і номінальним доходом), тобто від стабільності швидкості обертання грошей. Отже, ефективність монетарної політики знижуватиметься в умовах нестабільного попиту на гроші, що може спричинюватися як процесом доларизації у перехідних економіках і економіках, що розвиваються, так і процесами дерегуляції фінансових ринків та фінансовими інноваціями в індустріальних країнах. Ще одна технічна проблема – суперечність між контрольованістю центральним банком, з одного боку, і щільністю зв'язку різних монетарних агрегатів із цільовими показниками та інформативністю для громадськості – з іншого. Вузькі грошові агрегати, такі як грошова база і M1, легше піддаються контролю з боку монетарної влади, але менш тісно пов'язані з цільовими показниками і, відповідно, є малоінформативними для суспільства.

Можна було б обмежитись аналізом ефективності монетарного таргетування з технічної точки зору, але як тоді пояснити успішність монетарної політики в Німеччині, де майже у половині випадків відповідні таргети не були досягнуті? А відповідь така: там держава зуміла побудувати культуру стабільності.

Монетарне таргетування здійснювалося також у Сполучених штатах Америки, в Канаді та Великобританії, проте вже на початку 1980 років виявилася його неефективність, і режими монетарного таргетування в цих країнах були скасовані. Як казав Джеральд Боулі, колишній голова Банку Канади: "Ми не скасували монетарні таргети, вони скасували нас"<sup>36</sup>. Натомість у Німеччині і Швейцарії монетарне таргетування як стратегія "правила" в монетарній політиці ефективно здійснювалося 20 років поспіль. На перший погляд виглядає парадоксальним, що монетарні показники за період з 1975 по 1993 роки, тобто за 19 років, у Німеччині було виконано менше ніж у 10 з них, проте було подолано інфляційні процеси, пов'язані з нафтовими шоками, тобто збережено довіру суспільства до грошової одиниці.

Грошова політика не може мати вирішального впливу на спосіб використання впродовж короткострокового періоду встановлених нею монетарних ра-

<sup>36</sup> *Mishkin F.S. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes // NBER Working paper. – 1999. – March. – №7044. – P. 14.*



мок – для розширення виробництва чи тільки для підвищення цін і витрат. Це залежить від поведінки держави і суспільних груп. Режим монетарного таргетування тільки робить наочнішими цілі монетарної політики. В Німецькому федеральному банку завжди підкреслювали, що, крім здійснення орієнтованої на стабільність політики емісійного банку з управління грошовою масою і бюджетної політики уряду, необхідне також добровільне співробітництво тарифних партнерів для довгострокового контролю за розвитком інфляції. 1967 року в Німеччині було ухвалено закон "Про підтримку стабільності і зростання економіки", який зобов'язав і Федерацію, і землі до поведінки, відповідної вимогам стабільності (п.1), і вказав на необхідність узгоджених дій територіальних органів, профспілок і спілок підприємців в умовах загрози макроекономічній рівновазі (п.3)<sup>37</sup>. Метою Акту стабільності (коротка назва закону) було створення регулятивної основи для побудови соціальної ринкової економіки. Цей закон утілював пануючі уявлення про необхідність посилення ролі держави в досягненні цілей так званого магічного чотирикутника: цінової стабільності, високого рівня зайнятості, рівноваги платіжного балансу та стійкого економічного зростання. Акт стабільності сприяв цьому через: 1) координацію фінансової політики центральних, регіональних і місцевих органів влади і монетарної політики Бундесбанку; 2) поширення сфери дії Федерального уряду в напрямі взаємодії з територіальними органами влади і автономними політико-формуючими групами (такими, як асоціації роботодавців і профспілки)<sup>38</sup>. Фактично держава намагалася взяти на себе координацію планів економічних агентів на всіх рівнях і встановити цільові орієнтири для грошей, економічного зростання, зайнятості і торгівлі<sup>39</sup>.

На жаль, на цьому ми не можемо завершити опис ефективності монетарного таргетування в Німеччині. По-перше, кейнсіанська політика Акту стабільності виявилася неефективною в умовах нафтових шоків, і держава послабила регулятивний тиск. По-друге, низка емпіричних досліджень показує, що монетарний режим у Німеччині де-факто не був монетарним таргетуванням. Наприклад, у праці "Що насправді таргетує Бундесбанк" Б.Бернанк (Bernanke) та І.Мігов (Mihov) доводять, що монетарна політика в Німеччині дуже слабо реагувала на відхилення грошових агрегатів від прогнозних значень, і роблять висновок, що стратегію Бундесбанку можна схарактеризувати, радше, як таргетування інфляції, ніж монетарне таргетування<sup>40</sup>. Ще в одній праці – "Як Бундесбанк проводить монетарну політику" Р.Кларіди (Clarida) і М.Гертлера (Gertler) – також робиться висновок, що, за винятком періоду з середини до кінця 1970 років, Бундесбанк "агресивно" коригував відсоткові ставки з метою підтримки низьких рівнів інфляції, враховуючи при цьому стан

<sup>37</sup> *Немецкий федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты.* – Франкфурт: Специальные издания Немецкого федерального банка. – 1993. – №7. – С. 14.

<sup>38</sup> [www.eurofound/emire/GERMANY/STABILITY\\_ACT](http://www.eurofound/emire/GERMANY/STABILITY_ACT)

<sup>39</sup> [www.pbs.org/wgbh/commanding\\_heights/lo/countries/de/de\\_economic.html/](http://www.pbs.org/wgbh/commanding_heights/lo/countries/de/de_economic.html/)

<sup>40</sup> *Bernanke B.S., Mihov I. What Does the Bundesbank Target? // NBER Working Paper.* – 1996. – № 5764.

реальної економіки. Проведений авторами формальний аналіз виявив, що на практиці Бундесбанк діяв за принципом правила Тейлора, яке більш придатне для характеристики режиму таргетування інфляції<sup>41</sup>.

Отже, ми не брали б на себе сміливості стверджувати, що "культура стабільності" прижилася в Німеччині виключно завдяки режиму таргетування грошової маси. Успіх боротьби з інфляцією завдячує, радше, високому рівню автономії Бундесбанку, а не власне таргетуванню грошових агрегатів. Культура стабільності в Німеччині, на нашу думку, не була абсолютним результатом відповідних цілеспрямованих дій держави, але вона заклала основи наукового підходу до управління формуванням номінальних величин у суспільстві. Рис такого наукового підходу дедалі більше набуває інший монетарний режим – таргетування інфляції. Ще І.Фішер, а пізніше Г.Саймонс висловили пропозиції щодо стабілізації грошової одиниці за допомогою певного цінового індексу<sup>42</sup>. У 1990 роках ХХ століття ці ідеї були реалізовані: в низці індустріально розвинених країн (Нова Зеландія, Канада, Великобританія, Фінляндія, Швеція, Австралія, Іспанія, Ізраїль) було ухвалено нову стратегію монетарної політики, яка стала відомою під назвою "таргетування інфляції". Таргетування інфляції передбачає публічне оголошення планових рівнів інфляції, закріплення в законодавчому порядку пріоритетності цих цільових показників для центрального банку та встановлення відповідальності за їх досягнення. Якщо прогноз інфляції на певний період відрізняється від таргету, центральний банк застосовує відповідні інструменти для виправлення ситуації<sup>43</sup>. Таким чином, проміжним орієнтиром монетарної політики стає прогнозний показник інфляції, завдяки чому таргетування інфляції можна вважати випереджальною, далекоглядною (forward-looking) стратегією монетарної політики. Інакше кажучи, інструменти монетарної політики (зміна відсоткових ставок) застосовуються не у відповідь на поточний показник інфляції, а на очікувану через 12–18 місяців інфляцію. Практично це інституційне закріплення накопичених знань щодо лагів монетарної політики. Таргетування інфляції включає такі елементи: 1) публічне оголошення середньострокових кількісних цільових орієнтирів; 2) інституційне зобов'язання щодо дотримання цінової стабільності як первинної довгострокової цілі монетарної політики і досягнення інфляційної цілі; 3) зменшення ролі проміжних таргетів, таких як зростання грошової пропозиції; 4) збільшення прозорості монетарної політики через комунікацію з громадськістю та ринками щодо планів і цілей монетарної влади; 5) посилення відповідальності центрального банку за досягнення цільових орієнтирів інфляції<sup>44</sup>.

З погляду економічної теорії мейнстріму, таргетування інфляції постає як спільний наслідок двох наукових положень. Перше – це так зване правило

<sup>41</sup> Clarida R., Gertler M. How the Bundesbank Conducts Monetary Policy // NBER Working Paper. – 1996. – № 5581.

<sup>42</sup> Bernholz P. The Implementation and Maintenance of a Monetary Constitution // The search for Stable money: Essays on Monetary Reform. – P. 83–84.

<sup>43</sup> Ammer J., Freeman R.T. Inflation Targeting in the 1990 s: The Experiences of New Zealand, Canada, and United Kingdom // Journal of Economics and Business. – 1995. – N47. – P. 171–187.

<sup>44</sup> Mishkin F. International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. – P. 18.

Тінбергена-Тейла: одному інструменту політики має відповідати одна цільова економічна змінна. Друге положення пояснює, чому в ролі цільової змінної монетарної політики обирається саме рівень інфляції – це модель сукупної пропозиції, модель "природного рівня" Фрідмана-Фелпса, згідно з якою у короткостроковому періоді існує вибір між реальними і номінальними цільовими показниками, але в довгостроковому періоді монетарна політика може впливати лише на номінальні величини.

З точки зору інституціональної теорії, таргетування інфляції є особливою формою соціальної угоди між центральним банком і суспільством. Кошик товарів стандартної сім'ї, що фігурує в індексі споживчих цін, є нічим іншим, як наслідком угоди між статистиками, і якщо інформація про механізм його вимірювання не широко доступна, а даний індекс усе ж таки використовується для індексації довгострокових контрактів, то це вже не просто угода між статистиками, а соціальна домовленість між користувачами грошей. Голова Банку Англії М.Кінг говорить, що монетарний режим – це "не питання економічної теорії", а "питання про те, що ми думаємо про здійснення політики, і про те, як ми пояснюємо політику економічним агентам, чия поведінка впливає на величини, які ми намагаємося контролювати"<sup>45</sup>. Але чому з інституціональної точки зору саме інфляційний таргет став такою успішною фокальною точкою? За словами М.Кінга, коли Банк Англії у вересні 1992 року припинив таргетування валютного курсу, у виборі нового монетарного режиму він керувався такими міркуваннями. По-перше, досліджувався досвід Нової Зеландії, яка таргетувала інфляцію, а по-друге, досвід найуспішніших центральних банків – Німецького Бундесбанку і Федеральної резервної системи США. "Ні Бундесбанк, ні ФРС, – говорив він, – не таргетували інфляцію – перший використовував монетарний таргет, друга взагалі не мала кількісної цілі, проте законодавчо зобов'язувалася підтримувати цінову стабільність. Але що відбувається на засіданнях ради Бундесбанку і Федерального комітету відкритого ринку? Вони оцінюють тренд інфляції і, якщо він відхиляється від бажаного, ухвалюють рішення про застосування відповідних інструментів монетарної політики. Ми подумали, чому б тоді не зробити видимим те, що відбувається всередині центрального банку". "Нашим гаслом стало "робити, як ми говоримо, і говорити, як робимо"<sup>46</sup>.

Отже, розглянемо спочатку, як діє монетарна влада в умовах таргетування інфляції, а потім – як вона повідомляє це суспільству. Аналітично таргетування інфляції базується на монетарному правилі, за яким відсоткова ставка змінюється залежно від зміни розривів ВВП та інфляції<sup>47</sup>. Монетарне правило аналітично описує поведінку монетарної влади у відповідь на відхилення певних макроекономічних змінних від планових чи прогнозних. По суті, першим монетарним правилом було кількісне рівняння обміну:  $MV=PY$ . Це рівняння стало аналітичною основою для дослідження М.Фрідманом і

<sup>45</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context. – P. 183.

<sup>46</sup> Ibid. – С. 184.

<sup>47</sup> Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism / edited by Norman Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, Santiago, Chile: Central Bank of Chile. – 2002. – С. 5.

А.Шварц монетарної історії Сполучених Штатів Америки за період від Громадянської війни до 1960 року. Їхня праця починалася словами: "Це книга про кількість грошей у Сполучених Штатах". Таким чином, вони показували, що зростання кількості грошей призводить до зростання рівня цін, аналізуючи при цьому кожен конкретний епізод і доводячи, що зміни грошової маси в кожному випадку не були ендогенними<sup>48</sup>.

Дж.Тейлор 1993 року запропонував Федеральній резервній системі США нову функціональну форму монетарного правила. За цим правилом федеральну резервну ставку пропонувалося змінювати у відповідь на зміни інфляції і реального ВВП. Він запропонував перенести акцент із кількості грошей на короткострокові відсоткові ставки і, відповідно, змінити кількісне рівняння на нове, яке дістало назву "правило Тейлора". Розглянемо, як автор виводить його з кількісного рівняння. Відомо, що швидкість обігу грошей залежить від відсоткової ставки ( $r$ ) і реального обсягу виробництва ( $Y$ ). Якщо перенести відсоткову ставку до лівої частини рівняння, одержимо функцію двох змінних: залежність відсоткової ставки від рівня цін і реального обсягу виробництва. Просте правило Тейлора можна записати так<sup>49</sup>:

$$r = r^* + \alpha(Y - Y^*) + \beta(\pi - \pi^*), \quad (6)$$

де  $r$  – номінальна короткострокова відсоткова ставка;  $r^*$  – номінальна рівноважна відсоткова ставка, що відповідає таргетованому рівню інфляції;  $\pi^*$  – цільове значення інфляції;  $Y$  – обсяг виробництва;  $Y^*$  – потенційний обсяг виробництва;  $\pi$  – інфляція (фактична або прогнозована);  $\alpha$  і  $\beta$  – параметри, що показують, як монетарна політика відповідає на відхилення випуску від тренду й інфляції від цільового рівня. Типові розрахункові величини для коефіцієнтів  $\alpha$  і  $\beta$  становлять 0,5 і 1,5.

Щоб показати, як працює монетарне правило Тейлора на практиці, використаємо механізм монетарної трансмісії Банку Канади, який здійснює таргетування інфляції з лютого 1991 року (рис. 1)<sup>50</sup>. Цей механізм складається з трьох сукупностей зв'язків. Перша сукупність – це зв'язок між інструментами, тобто цільовими діапазонами ставок овернайт та часовою структурою ринкових відсоткових ставок, ставок по депозитах і кредитах фінансових інституцій і валютних курсів. Друга – це рух від фінансових змінних до сукупного попиту і ВВП-розриву. Третя – рух від ВВП-розриву, інфляційних очікувань і валютного курсу до інфляції. Банк Канади також ураховує, що успішність і довіра до побудови монетарної і фінансової політики впливає на трансмісійний механізм. І, зрештою, Банк Канади враховує типові екзогенні шоки.

<sup>48</sup> Taylor J. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules / Monetary Policy Rules. – Edited by John B. Taylor. – Chicago and London: The University of Chicago Press. – 1999. – P. 319–347.

<sup>49</sup> Inflation targeting: Design, Performance, Challenges / edited by Norman Loayza and Raimundo Soto. – Santiago, Chile: Central Bank of Chile, 2002. – P. 446–447.

<sup>50</sup> Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies / Editors Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang. – Washington: IMF, 1999. – P. 38.

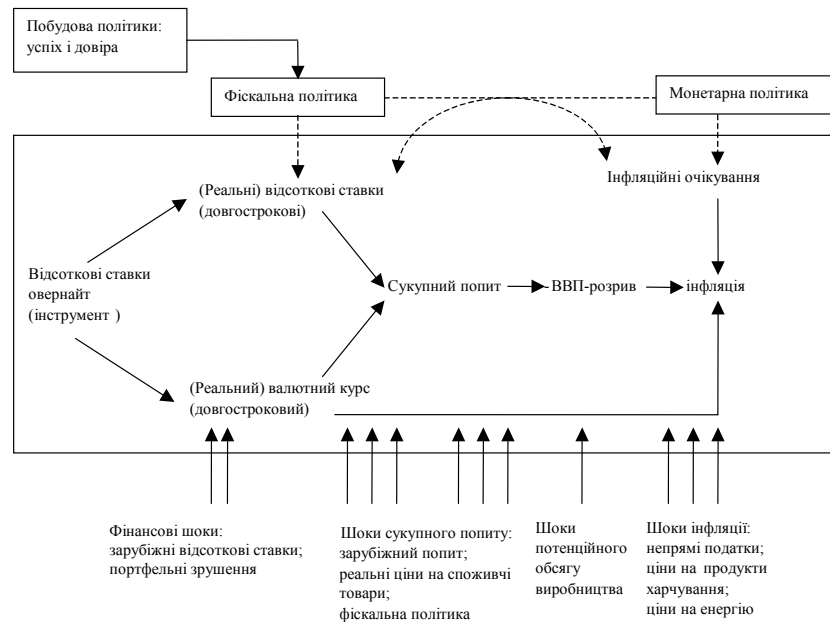


Рис. 1. Канада: механізм монетарної трансмісії

Тепер з'ясуємо, як і з якими намірами монетарна влада оприлюднює свою діяльність.

Однією з найпомітніших тенденцій у монетарній економіці, принаймні, впродовж останньої чверті століття стало відновлення спроби усунути з компетенції монетарної політики відповідальність за реальні показники. Насправді це давня дискусія, яка розпочалася ще з дебатів про відповідальність центральних банків за Велику депресію. І, як, наприклад, зазначає Б.Фрідман, є підстави вважати, що таргетування інфляції є однією з таких спроб<sup>51</sup>. Він вважає, що навіть якби інфляція була єдиним аспектом економічної активності, на який центральний банк здатний впливати, він не зможе зробити цього, не впливаючи свідомо, в першу чергу, на реальну економічну активність (див. рис. 1). Раніше економісти були впевнені, що просте утримування кількості грошей, яка відповідає передбачуваним темпам зростання, призведе до відповідного темпу інфляції. Але колапс емпіричних узаємозв'язків між грошима і цінами в багатьох країнах приблизно 20 років тому відкинув цю ідею від практики монетарної політики, хоча грошові агрегати використовуються як інформаційні змінні для передбачення майбутньої інфляції. Діючи згідно з правилом Тейлора, центральний банк ураховує обсяг виробництва, але не заради нього самого, а як джерело інформації про майбутню інфляцію. Більше того, монетарна політика в умовах таргетування інфляції стикається з певною формою вибору між номінальними і реальними показниками: вибором між мінливістю інфляції і мінливістю випуску, відомим як крива Тейлора (рис. 2).

<sup>51</sup> *Friedman B.M.* The use and meaning of words in central banking: Inflation targeting, credibility, and transparency // NBER Working paper. – 2002. – June. – N 8972. – P. 7.

Розміщення кривої визначається структурою економіки (наприклад, дисперсією шоків) і монетарної політики. Крива Тейлора – це геометричне місце комбінацій мінливості інфляції і випуску, які можуть бути досягнуті відповідною монетарною політикою. Вона будується за допомогою зміни відносної ваги мінливості інфляції і безробіття у цільовій функції центрального банку, або, інакше кажучи, шляхом зміни імпліцитного горизонту цільового орієнтиру інфляції. Переміщення кривої зліва направо еквівалентне вибору коротшого горизонту, за який здійснюється повернення інфляції до цільового орієнтиру, завдяки чому знижується варіативність інфляції і збільшується варіативність випуску.

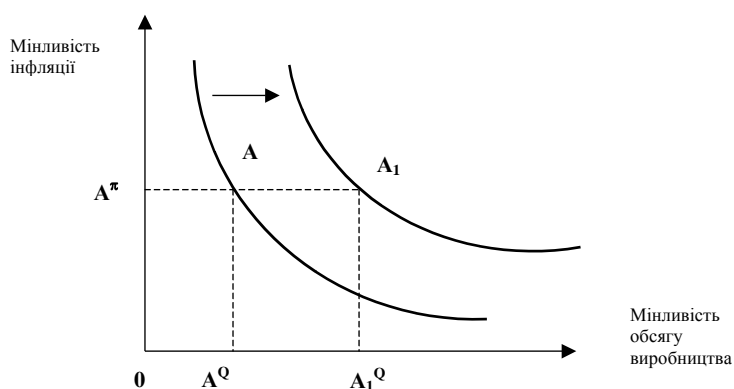


Рис. 2. Крива Тейлора

Отже, центральний банк володіє обмеженою дискрецією щодо горизонту, впродовж якого інфляція повертається на середній рівень інфляції і випуску, але здійснює вибір: інфляція чи випуск мають знижувати напруження початкового впливу будь-якого шоку<sup>52</sup>. З одного боку, цей горизонт є серцем сучасної наукової полеміки щодо монетарної політики, а з іншого – таргетування інфляції усуває суспільство від такої полеміки. За словами М.Кінга, "таргетування інфляції дозволяє нам відокремити дискусію про політичні цілі від щомісячної технічної дискусії щодо рішень із приводу короткострокових відсоткових ставок і резервів банківської системи, необхідних для досягнення цілі"<sup>53</sup>.

Перед суспільством постає довгострокова ціль центрального банку щодо досягнення певного цільового показника інфляції, водночас його усувають від відкритої дискусії про те, які цілі ставить центральний банк щодо випуску, зайнятості чи інших реальних показників, від дискусії про вибір між інфляцією і реальними показниками в періоді, меншому, ніж довгостроковий. Отже, таргетування інфляції робить зобов'язання центрального банку щодо низької ін-

<sup>52</sup> King M. Challenges for Monetary Policy: New and Old. / Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999.

<sup>53</sup> Monetary Policy Frameworks in a Global Context. – P. 183.

фляції надійними, тобто такими, що викликають довіру, при цьому усуває суспільство від дискусій про те, що дає змогу точно оцінити ці зобов'язання<sup>54</sup>.

Діалектика проблеми довіри і монетарних устроїв та режимів виявляється в тому, що існуючий на даний момент ступінь довіри до монетарних цілей (зумовлений позитивним досвідом, високою фінансовою стабільністю, інституційною збалансованістю) впливає на вибір оптимального монетарного режиму, який, у свою чергу, формує відповідні очікування і певний рівень довіри. Проілюструємо це, скориставшись дослідженням А.Караре і М.Р.Стоуна (Міжнародний валютний фонд)<sup>55</sup>. Кінцевою метою монетарної політики є максимізація суспільного добробуту шляхом досягнення високих і стабільних темпів зростання у довгостроковому періоді. Монетарна політика може підтримувати економічне зростання через певну комбінацію низької інфляції, фінансової стабільності і стабілізації обсягу виробництва. Комбінація цих трьох цілей, яка максимізує суспільний добробут у рамках певного монетарного устрою, залежить саме від рівня довіри до центрального банку. Відповідно, з'являється три типи режимів інфляційного таргетування. Перший режим – *розвинуте таргетування інфляції (full-fledged inflation targeting)*. Центральні банки цих країн мають чітке зобов'язання щодо дотримання кількісно встановленого інфляційного таргету, прозорість і відповідальність максимально інституціоналізовані, що й забезпечує середній або високий рівень довіри до монетарної політики. Такий режим діє у 7 індустриальних країнах (Нова Зеландія, Канада, Великобританія, Швеція, Австралія, Ісландія, Норвегія) і 11 нових ринкових економіках (Чеська Республіка, Польща, Угорщина, Ізраїль, Колумбія, Мексика, Бразилія, Чилі, Корея, Таїланд, Південна Африка). Ці країни не можуть підтримувати низьку інфляцію без чіткого зобов'язання, тому низький рівень інфляції і високий рівень довіри досягаються ціною меншої гнучкості у стабілізації обсягу виробництва. Другий режим – *еклектичне таргетування інфляції (eclectic inflation targeting)*. Ці країни можуть підтримувати низьку і стабільну інфляцію без повної прозорості і відповідальності за досягнення таргету. Тривалий період низької і стабільної інфляції і високий рівень фінансової стабільності формує високий рівень довіри і дає більший простір для гнучкості у стабілізації обсягу виробництва у США, Японії, Єврозоні. Зрештою, третій режим – *спрощене таргетування інфляції (inflation targeting lite)*. У країнах оголошується інфляційна ціль, але з огляду на вразливість економіки щодо різного роду шоків, низьку фінансову стабільність і слабку інституційну структуру вони не можуть дотримуватися експліцитної інфляційної цілі, зате мають значний простір для стабілізації обсягу виробництва в умовах шоків. Цей режим існує у 19 нових ринкових економіках, і, радше, має перехідний характер. Особливості названих режимів добре ілюструються кривою Тейлора. Чим вищий початковий (до запровадження відповідного режиму) ступінь довіри до монетарної політики має місце в країні, тим ближче до початку координат бу-

<sup>54</sup> Friedman B.M. The use and meaning of words in central banking: Inflation targeting, credibility, and transparency. – P. 16.

<sup>55</sup> Carare A., Stone M.R. Inflation Targeting Regimes // IMF Working paper. – 2003. – № 9.

де розміщена крива Тейлора. Тут менше виявляється часова непослідовність, тому чітке, прозоре зобов'язання щодо інфляційного таргету перемістить центральний банк на верхню, неоптимальну частину кривої Тейлора. Послаблення ж цього зобов'язання забезпечить зниження мінливості обсягу виробництва значно меншою мірою, ніж мінливості інфляції. Якщо у країні має місце початковий середній рівень довіри до монетарної політики, то постає проблема часової непослідовності, тому її крива Тейлора буде розміщена далі від початку координат. У цьому випадку менш жорстке зобов'язання центрального банку щодо інфляційного таргету призведе до значного зростання мінливості обсягу виробництва без зниження мінливості інфляції, тобто до переміщення кривої Тейлора вправо.

Отже, розгортання категорії довіри в монетарних координатах, а саме у векторі довіри до грошей як активу, є складним діалектичним процесом. Його теоретичне осмислення й емпірична оцінка допомагають зорієнтуватися у розмаїтті новітніх монетарних інститутів (монетарний стандарт, номінальний якір, таргетування, правило монетарної політики, монетарний устрій, монетарний режим, монетарна стратегія), монетарних устроїв різних країн і, зрештою, може сприяти обранню оптимального шляху інституційної побудови грошово-кредитного ринку в Україні.