

ИСТОРИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ МЫСЛИ

УДК 330.1: 338.23

Татьяна Кричевская

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА КАК ИНСТИТУТ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ДОВЕРИЯ К ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЕ И БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ: ЛОГИКО-ИСТОРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Представлена логика эволюции монетарной политики как института обеспечения доверия к денежной единице и банковской системе (с VII в. до н.э. по 1970-е годы), понимание которой необходимо для политики и институционального строительства. Она включает этапы: рекурсивной поддержки доверия к денежной единице и авторитету суверена; обеспечение качества монет депозитно-расчётными банками; содействие центральных банков внешней экспансии государств; появление цели стабильности банковской системы в деятельности центрального банка в результате становления централизованной системы резервирования; поддержание внутреннего доверия к денежной единице через внешнее; различных комбинаций монетарной и фискальной политики в зависимости от вызовов, которые меняли роль государства и рынков в экономике, и изменений поведения экономических агентов в ответ на государственную политику.

К л ю ч е в ы е с л о в а : доверие к денежной единице, доверие к банковской системе, монета, суверен, депозитно-расчётный банк, государство, центральный банк, монетарная политика, фискальная политика, рациональные ожидания, временная непоследовательность, монетарный режим, доверие к монетарной политике.

JEL: N10.

Проблема доверия к деньгам в современной западной экономической литературе, с одной стороны, находится в сердце макроэкономических моделей, учитывающих рациональность ожиданий, но с другой – вот уже несколько десятилетий считается решённой, и решение её воплощено в институте инфляционного таргетирования. Финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. и медленное экономическое восстановление, получившее название Великой рецессии, породили новые вызовы для монетарной политики. Это и необходимость учёта нового масштаба финансового сектора, и соотношение между целями ценовой и финансовой стабильности, и учёт длительных структурных изменений в экономике и технологиях, и изменение поведения экономических агентов в условиях интенсивной монетарной поддержки экономики.

Кричевская Татьяна Александровна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. экон. наук, старш. научн. сотруд.; ведущий научный сотрудник ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины", г. Киев.

Постсоветские экономики, которые до сих пор остаются системами ограниченного доступа, имеют и специфические проблемы: проблема недоверия к деньгам и банковской системе тесно связана с борьбой за ренту и катастрофически низким уровнем представления интересов большинства граждан во власти. История в чистом виде редко даёт готовые рецепты (хотя изучение Великой депрессии во время академической карьеры Председателя ФРС Б.Бернанке несомненно помогло в преодолении кризиса 2008–2009 гг.). Понимание же логики развития монетарной сферы на длительных временных промежутках поможет соотнести её с логикой развития экономики и общества, чтобы в будущем в политике и институциональном строительстве сбалансировать соответствие внутренней логики развития украинского государства и наработанный мировой опыт. Казалось бы, не стоит заглядывать слишком далеко в историю, но, скажем, то, как много общего оказалось между биткойнами и примитивными деньгами в виде многотонных каменных глыб с острова Яп, свидетельствует об обратном. Изучать роль монетарной политики в истории сквозь призму доверия мы взяли не случайно – в Украине эта проблема является универсальным фактором неэффективности и торможения экономических процессов.

Мы попытаемся представить монетарную историю человечества в виде этапов в зависимости от того, какую роль монетарная политика играла в обеспечении доверия к деньгам и банковской системе. В своём исследовании мы опирались на работы по истории денег и центральных банков М.Аглиетты, А.Андреадеса, Н.Батини, М.Бордо, П.Бернштейна, Дж.Вуда, К.-Л.Гольтфрериха, А.Гриценко, Ч.Гударта, Г.Дэвиса, Б.Эйхенгринга, Ф.Капи, Дж.Клепхема, М.Ловелла, А.Мелцера, Ф.Мишкина, Э.Нельсона, А.Орлеана, М.Пола, М.Ротбарда, П.Роты, В.Смит, У. де Сото, Р.Тимберлейка, А.Фергюссона, Н.Фергюсона, М.Фридмана, Р.Хетцела, А.Шварц, Н.Шнадта и др.

Государственная монетарная политика берёт начало с эмиссии денег суверенами. Суверен имел свой механизм, а также внутренние и внешние цели эмиссии: развитие торговли, утверждение собственного авторитета, содержание армии, обеспечивавшей существование и расширение государства и т.п. Для пользователей этих денег, когда их унификация достигала определённого уровня, вместо доверия к внутренней ценности на первый план выступало доверие к знаку, отчеканенному сувереном (Гриценко, 2005. С. 65–66). Знак гарантировал качество (состав и пробу) и вес денег. Если целью суверена было утверждение авторитета и власти путём выпуска монет лучшего качества и более стабильного веса, чем у конкурирующих эмитентов, тогда его политика в сфере эмиссии денег ограничивалась обеспечением соответствующего качества монет. Когда при этом другие цели требовали большего количества монет, чем позволяли запасы монетарных металлов, его можно было нарастить, переплавив другие изделия на деньги или захватывая новые территории и новые месторождения монетарных металлов. *Если же сохранение качества и веса монет невозможно было достичь одновременно с другими целями суверена, его эмиссионная политика приобретала новые качества,*

становилась более сложной и рискованной, а сохранение доверия к деньгам, эмитированным с учётом множества целей, требовало доверия к его политике в монетарной сфере, в экономической сфере в целом, и в конечном итоге – доверия к самому суверену.

I этап – от начала чеканки монет в Лидии и Ионии до окончания раннего Средневековья. На этом этапе происходила рекурсивная поддержка доверия к денежной единице и доверия к личности суверена. Божественное происхождение и военные победы суверена обеспечивали доверие к денежной единице, а качество денежной единицы утверждало авторитет суверена на завоеванных территориях и территориях, с которыми велась торговля. Доверие к эмиссионной политике правителей со времён существования Лидии до эпох Древнего Рима и Византии частично имело символическую основу – веру в божественное происхождение эмитентов и более прагматичную веру в их военную мощь и влияние в мире. Царь Лидии Гигес (VII в. до н.э.) установил государственную монополию на выпуск металлических денег, на которые ставил клеймо с собственным гербом (Бернстайн, 2004. С. 29). Персидский царь Дарий (VI – V вв. до н.э.) заложил традиции чеканить на монетах портреты королей, но древние греки доэллинистического периода избегали такой претенциозности (Бернстайн, 2004. С. 35).

На золотых статерах Филиппа II Македонского с одной стороны была изображена его победа на гонках колесниц в Олимпийских играх 356 г., а с другой – голова Зевса, очень похожая на его голову. То есть монеты свидетельствовали, с одной стороны, о силе и непобедимости суверена, а с другой – о его божественном происхождении. При Филиппе II Македонском чеканили гораздо больше монет, чем нужно было для нужд армии и торговли. Возможно, это было связано с созданием финансовых резервов для поддержки антиперсидских кампаний.

На монетах Александра Македонского была изображена голова Геракла, потомком которого он себя считал, очень похожая на голову самого Александра (Davies, 2002. P. 81). *Распространение монет на завоёванных территориях и территориях торговых партнёров служило укреплению авторитета царей, которые их чеканили, поэтому целью эмиссионной политики было обеспечение их качества.* Тем не менее, не следует упускать из виду природный фактор – возможность выпускать достаточно денег из драгоценных металлов, которую давали Лидии, Ионии и Персии их богатые природные залежи. В Римской империи величина территории наряду с гипертрофированным гедонизмом и расточительностью императоров и вельмож создавали дефицит драгоценных металлов, проблему которого решали так называемой "порчей" монет. Как удавалось обеспечить доверие к деньгам меньшего веса? Дионисий из Сиракуз заставлял приносить для перечеканки монеты под угрозой смерти. Во многих случаях римляне сами расплавляли монеты и несли их на монетный двор, получая и свою долю сеньоража. В той степени, в какой порча монет решала проблему нехватки денег, она не имела серьёзных инфляционных последствий – только при императоре Галлиене, уменьшившим содержание серебра в монетах до 4%, усилилась инфляция, но далеко не до катастрофических

уровней. Впрочем, наследница Римской империи Византия при правлении императора Константина снова решила проблему достаточности монетарных металлов благодаря завоеваниям на Востоке и изъятию золота из всех языческих храмов под предлогом перехода в христианство в 313 г. Византин стал самой стабильной денежной единицей в истории человечества, сохранив свою стоимость в течение 700 лет, а политика обеспечения его стабильности стала инструментом сохранения Византийской империи благодаря оплате армии, подкупам союзников и противников (Бернстайн, 2004 С. 43–50).

II этап (XI–XVII вв.). Конечной целью монетарной политики торговых государств (итальянских городов-государств, североευропейских стран) было процветание торговли – источника их благосостояния. Промежуточными целями стали, во-первых, обеспечение системы точных денежных расчётов в условиях обращения разнородных монет, а во-вторых, надёжность хранения денежных запасов. В условиях обращения разнородных монет, характерного для торговых государств, доверие к безналичным банковским монетам даже превышало доверие к золотым и серебряным монетам. В основе доверия к деньгам лежало, таким образом, доверие к эмиссионной политике депозитно-расчётных банков. Для этих целей в средневековой Европе были созданы первые публичные банки, такие как della Piazza de Rialto в Венеции (1584), Банк Амстердама в Голландии (1609). Качества денежных расчётов достигали перечислением разнородных монет, находившихся в обращении в торговых государствах, в идеальные условные "банковские монеты" (соответствовавшие либо определённому весу драгоценного металла, либо наиболее качественной монете). Доверие к безналичным банковским монетам Банка Амстердама было таким высоким, что их можно было продать менялам с премией за золото или серебро. Надёжность хранения денежных сбережений обеспечивалась благодаря запрету таким банкам использовать эти вклады для кредитования и инвестирования (Кричевська, 2016в. С. 5). Таким образом, доверие к так называемым банковским монетам, эмитированным публичными банками итальянских городов-государств, а в XVII в. – северо-европейских торговых государств, опиралось на неизменную стоимость, которую представляли эти безналичные деньги, и природу этих денег как складских свидетельств, которые давали право получить именно вложенные их владельцем в банк ценности (Coto, 2008. С. 9–88). Государства обеспечивали ещё одну основу доверия к таким деньгам, обязав оплачивать все достаточно крупные сделки именно через эти банки, то есть предоставляя безналичным банковским монетам статус законного средства платежа. Непокоримая преданность таких банков идеям депозитного банка могла продолжаться долго, но в итоге становилась жертвой преданности военным потребностям государства или масштабным торговым компаниям, которые также были надеждой государства в расширении его мощи. Кредитование таких компаний публичные банки наращивали так стремительно, что не выдерживали и терпели банкротство.

III этап – от основания в XVII–XIX вв. центральных банков до утверждения международной системы золотого стандарта. Конеч-

ной целью государственной политики в монетарной сфере в этот период было утверждение и переформатирование границ национальных государств. Статически это было взаимное обеспечение доверия: центральный банк кредитовал правительство, а правительство гарантировало конвертируемость банкнот. Динамично – доверие к политике правительства (политике защиты и расширения границ), которая требовала временной приостановки конвертируемости банкнот, позволяло сохранить доверие к деньгам и уверенность в сохранении их металлической основы. Государственная миссия центральных банков, поставив их в привилегированное положение по сравнению с другими банками, привела к образованию централизованной системы резервирования и заставила их заниматься также обеспечением стабильности банковской системы.

Ведение войн требовало значительных государственных расходов, в то же время налоговых источников бюджетных поступлений было тогда не так много. Основную статью налоговых доходов бюджета составляли пошлины, сбор которых, естественно, уменьшался во время войн. Эмиссия необеспеченных денег становилась альтернативным источником финансирования дефицита бюджета, особенно если по каким-то причинам наращивание государственного кредита оказывалось невозможным или слишком дорогим. Более успешно совместить обеспечение надёжных платёжных средств и кредитование государства удалось при помощи института, который стал прототипом центральных банков – большого эмиссионного депозитно-кредитного банка, действовавшего в соответствии со специальным законом и в обмен на определённые привилегии обязывавшегося кредитовать правительство, при этом как коммерческая организация заботясь также об экономической эффективности своей деятельности (Кричевська, 2016в. С. 5). Как эти институты, будучи привлечёнными к кредитованию государства, могли обеспечивать доверие к деньгам? На самом деле, это удавалось не всегда – вспомним хотя бы Францию с неудачными экспериментами Дж. Лоу в 1720-х гг. и ассигнациями Революционного правительства в 1789–1800 гг. Зато история Банка Англии показывает, как в условиях новых вызовов постепенно кристаллизовались механизмы обеспечения доверия к деньгам в системе частичного резервирования (частичного обеспечения денег драгоценными металлами).

Из этой истории можно вынести следующие уроки. *Во-первых, не только создание Банка Англии решало проблемы финансирования правительства, но и правительство становилось гарантом его банкнот.* Правительство получало источник государственного кредита – при первичной подписке на акции Банка весь его капитал, сформированный в драгоценных металлах, передавался в долг правительству, а затем Банк получал право выпустить на эту же сумму свои обязательства; во время следующих докапитализаций часть капитала было разрешено вносить в государственных долговых инструментах. В то же время, если Банк Англии не погашал свои банкноты по первому требованию, это должно было сделать Казначейство за счёт процентов, которые правительство платило банку по своим долговым инструментам.

Во-вторых, основание Банка Англии решало проблемы не только правительства, но и других общественных кругов (иначе оно вообще было бы проблематичным в условиях парламентской монархии). Коммерсанты получали более качественную систему денежного обращения, которую могли наблюдать в европейских странах, где функционировали публичные эмиссионные банки, поэтому согласились на создание привилегированного банка. Широкие круги общества получали альтернативу ростовщическим кредитам с кабальными условиями.

В-третьих, деловые круги, заинтересованные в успешных военных кампаниях, ради их проведения готовы были поддержать правительство, в том числе в денежной сфере. Вот почему неоднократно самые влиятельные коммерсанты Сити подписывали манифесты доверия банкнотам Банка Англии в условиях приостановления их конвертируемости. В этих условиях доверие к неконвертируемым деньгам основывалось на доверии к государственной политике в целом.

В-четвертых, после ряда спекулятивных лихорадок и банковских кризисов, спровоцировавших острые дебаты в деловых кругах и парламентские расследования, сначала сам Банк Англии, а затем государство с помощью соответствующего законодательства начали вырабатывать научные основы государственной денежно-кредитной политики. Впрочем, прежде чем зашла речь о единой государственной монетарной политике, Банк Англии как институт её реализации приобрёл ряд дополнительных привилегий. На момент своего создания он, в отличие от континентальных публичных банков, не был монополистом в эмиссии денег, а его банкноты не были законным средством платежа. В своё время правительство даже создало ему грозного конкурента – Земельный банк. Когда в 1797 г., после того как Банк Англии во время Американской войны по требованию правительства вынужден был выкупать значительные суммы казначейских векселей, что в конце концов привело к банковской панике, и специальным законом была приостановлена конвертируемость банкнот Банка Англии, они всё равно не были провозглашены законным средством обращения. Вместо этого усиление влияния и исключительности статуса Банка Англии происходило в результате договорённостей между правительством, требующим дополнительных кредитов, и акционерами Банка Англии, которые в обмен на это требовали дополнительных государственных гарантий. Так, в 1697 г. Банк Англии в обмен на дополнительный кредит правительству получил монополию в том смысле, что в течение действия его чартера ни один другой банк не мог быть создан актом парламента, а также получил дополнительную защиту своих банкнот, подделки которых объявлялись тяжким уголовным преступлением.

В 1708 г. в обмен на расширение кредитования правительства Банк Англии добился запрета на территории Англии другим компаниям с количеством партнёров более шести человек заимствовать деньги под собственные векселя и банкноты. В то время выпуск банкнот был ключевой составляющей банковского бизнеса, поэтому запрет этой деятельности расценивали как запрет основывать банки, акционерами которых являются более шести человек. Банковский кризис 1825 г., связанный с манией

инвестиций в страны Латинской Америки после получения ими независимости, привёл к массовому банкротству банков, ограниченных шестью акционерами. Крах таких банков, созданных бакалейщиками или мясниками, спровоцировал панику на всём денежном рынке, в том числе по отношению к банкнотам Банка Англии, который вёл более консервативную политику. Поэтому в 1826 г. был принят закон, который позволял основывать эмиссионные банки с более чем шестью партнёрами, но на расстоянии не менее 65 миль от Лондона, а Банку Англии – открывать филиалы на всей территории страны.

Более ста лет после своего основания Банк Англии проводил дискреционную кредитную политику, качество которой не подлежало сомнению. Впервые об особых требованиях к политике кредитной эмиссии Банка Англии заговорили во время прекращения конвертируемости фунта 1797–1821 гг., а именно во время расследований так называемого Золотослиткового комитета (специальной следственной комиссии Британского парламента, изучавшей причины роста цены золотых слитков и падения обменного курса фунта в условиях приостановления конвертируемости банкнот в золото) в 1810 г. В это время открытие для торговли портов Южной Америки, принадлежавших Испании и Франции, породило спекулятивную лихорадку. Банком Англии, очевидно, также овладела общая мания, о чём свидетельствовал рост суммы дисконтированных им коммерческих бумаг с около 3 млн фунтов в 1795 г. до 15,5 млн фунтов в 1809 г. и 20 млн в 1810 г. (*Andreades, 1909. С. 219*). Поэтому задачей парламентского Золотослиткового комитета стало расследование влияния ограничения конвертируемости банкнот на цену золота и курс фунта. Директора Банка Англии настаивали, что даже в условиях ограниченной конвертируемости банкнот в драгоценные металлы чрезмерная эмиссия невозможна, если Банк дисконтирует только векселя, выпущенные под реальные коммерческие операции, которые погашаются в течение фиксированного короткого периода. Золотослитковый комитет опровергал доктрину реальных векселей, акцентируя внимание на том, что каждый предоставленный банком аванс не только используется получателем для производственных целей, но и увеличивает массу средств в обращении, что приводит к уменьшению их стоимости по отношению к товарам. Комитет рекомендовал в течение приостановления конвертируемости банкнот в золото обязать Банк Англии регулировать объём выпуска банкнот, исходя из обменного курса стерлинга и цены на золото. Парламент не пошёл на это в условиях, когда Англия вела очередную войну и требовала дополнительного финансирования (*Бернстайн, 2004. С. 189*). Впрочем, прошло не более двадцати лет и Банк Англии добровольно наложил дополнительные ограничения на свою кредитную политику. В 1832 г. один из директоров Банка Англии Дж.Х. Палмер предложил правило эмиссионной деятельности (названное правилом Палмера), которое Банк взял на вооружение. Согласно этому правилу, треть активов Банка должна была храниться в виде драгоценных металлов, а две трети – использоваться для инвестирования и кредитования. После этого в 1833 г. государство наконец предоставило банкнотам Банка Англии статус законного средст-

ва платежа, но в обмен на эту привилегию была усилена его подотчётность – от Банка начали требовать предоставления отчётов Казначейству и публикации квартальных балансов в "Лондонской Газете". Закон 1833 г. также способствовал более активному использованию Банком Англии процентной политики для регулирования спроса на кредиты, освобождая от ограничения законами о ростовщичестве ставку дисконтирования Банком Англии векселей со сроком до трёх месяцев. В дальнейшем до Первой мировой войны процентная политика использовалась Банком Англии более активно, чем другими центральными банками, причём не только для регулирования внутреннего предложения денег, но и с середины XIX в. для защиты от оттока за границу золотых резервов. В отличие от других стран, Англия не устанавливала ограничений на вывоз золота, с помощью либеральной политики утверждая роль Лондона как мирового финансового центра.

Следующий банковский кризис 1836 г., связанный со спекуляциями после успеха первых железных дорог, поставил Банк Англии на грань банкротства, от которого его спасли кредиты Банка Гамбурга и Банка Франции. Произошла реинкарнация дискуссии "доктрина реальных векселей против количественной теории денег" в виде дискуссии Банковской и Денежной школ. Премьер-министр Р.Пиль, инициировавший реформирование Банка Англии, взял на вооружение теорию Денежной школы. Он доказывал, что свободная конкуренция в предложении любого товара может обеспечить богатое предложение этого товара по низким ценам, но в случае денег важна не их дешевизна, а качество – эквивалентность стоимости монет, которые они представляют. Акт Роберта Пилия 1844 г. ограничивал размер фидуциарной эмиссии суммой в 14 млн фунтов и содержал механизм постепенного преобразования Банка Англии в монополиста в деле эмиссии банкнот. Ограничивая гибкость предложения денег, правительство в кризисных ситуациях в дискреционном режиме его корректировало. Например, во время кризисов 1847, 1857 и 1866 гг. правительство обнародовало сообщение о своей готовности подать в парламент билль о разрешении на превышение лимита фидуциарной эмиссии Банка Англии. Оно было вынуждено прибегнуть к этому только в 1857 г., в остальных случаях купцам и предпринимателям достаточно было уверенности в возможности получить кредит в нужный момент, чтобы вместо откладывать деньги на чёрный день, пустить их в оборот и стабилизировать денежный рынок (*Andreades, 1909. С. 336–337*).

Обеспечение доверия к денежной единице путём обеспечения её беспрепятственного обмена на драгоценные металлы было фактически уставной функцией Банка Англии с момента его существования. Другое дело – функция обеспечения доверия к банковской системе, о которой не могло говориться в законе, поскольку Банк Англии был частным банком. Борьба за усиление статуса в обмен на кредитование правительства поставила Банк Англии в практически монопольное положение, а следовательно, дала лучшие возможности противостоять кризисам, чем другим банкам. В обмен на кредитование правительства Банк Англии добился запрета на создание акционерных банков до 1833 г. Хотя в Англии дейст-

вовали многочисленные небольшие банки, они не составляли серьёзной конкуренции Банку Англии в эмиссии банкнот. К 1770 г. большинство лондонских банков отказались от эмиссии собственных банкнот, используя для межбанковских расчётов банкноты Банка Англии. *М. Ловелл на основе данных баланса Банка Англии доказывает, что ещё с 1763 г. Банк Англии фактически выполнял функцию кредитора последней надежды – значительно расширял дисконтные операции во время каждого кризиса, даже когда его резервы по обязательствам стремительно падали. Именно последнее, по мнению учёного, служит свидетельством того, что Банк не просто спасал отдельных клиентов по бизнесовым соображениям, а спасал систему.* Он отмечает, что Банк Англии активно начал это делать, как только сам окреп настолько, что угроза потери доверия к его банкнотам стала минимальной, а следовательно, *ослабло противоречие между функциями обеспечения доверия к денежной единице и к банковской системе.* Как пишет Й. Шумпетер в "Истории экономического анализа", руководство Банка Англии нигде не заявляло об этом публично, потому что "Банк имел мало друзей", поэтому, чтобы не подвергаться критике, скромно отмечал, что "делает свою работу, просто следует за рынком и не претендует на контроль за всем и каждым" (Lovell, 1957. P. 17).

Ч.Гударт, Ф.Капи и Н.Шнадт считают, что лишь после 1833 г., когда было разрешено создавать крупные банки, в Англии появилась собственно банковская система, а Банк Англии превратился в центральный банк, которому было разрешено изменять процентную ставку без ограничений, установленных законами о ростовщичестве (Capie, Fischer, at al., 1994. P. 128). Они указывают на враждебные отношения между банками и Банком Англии, которого обвиняли в монополизме и использовании приостановления конвертируемости во время Наполеоновских войн ради собственной выгоды. Свидетельством "прохладности" в отношениях между банками и Банком Англии, по мнению авторов, было появление в начале XIX в. института дисконтных брокеров, которые получали кредиты в Банке Англии, а к ним уже обращались за редисконтированием банки (Capie, Fischer, at al., 1994. P. 66).

Очевидно, роль Банка Англии как гаранта стабильности банковской системы в 1870-х была всё-таки неудовлетворительной, иначе на свет в 1873 г. не появилась бы выдающаяся работа У.Бэджета "Ломбард Стрит", где впервые были описаны функции и обязанности центрального банка. После банковской паники, вызванной банкротством дисконтного дома Overend and Gurney, между редактором еженедельника "The Economist", У.Бэджетом и Председателем Банка Англии Т.Хэнки вспыхнула дискуссия. У.Бэджет писал на страницах еженедельника, что *хотя Банк Англии всегда во время кризисов в конце концов обеспечивал потребности рынка в кредите, его нежелание признать, что такая помощь является одной из его функций и его угрозы отказать в помощи создают лишнюю неопределённость и более серьёзную панику, чем если бы он открыто заявил, что на него можно положиться.* Т. Хэнки не согласился с этим, доказывая, что банки сами должны хранить достаточные резервы для того, чтобы пережить кризис. У.Бэджет ответил: "The Economist не сказал,

что система единого резервного банка является хорошей системой, а что эта система уже существует, и ею нужно управлять, если нельзя её изменить" (Wood, 2005. P. 92). Книга "Ломбард Стрит" содержала системную аргументацию в пользу выполнения центральным банком функции обеспечения доверия к банковской системе и рекомендации по её организации. И, надо сказать, У.Бэджету действительно удалось создать интеллектуальный климат для целенаправленного выполнения этой функции; организация спасения банка Берингов в 1890-х была ярким примером успешного проведения такой политики.

IV этап – от утверждения международной системы золотого стандарта с развитыми механизмами международной кооперации (со второй половины XIX в.) до Первой мировой войны. В условиях мира усиливалась вера в эффективность рынков и уменьшалась вера в эффективность государственного вмешательства в экономику; в монетарной сфере воплощением эффективности рынка был металлический стандарт. Усиление кооперации, пришедшее на смену войнам, увеличивало ценность единых правил игры в монетарной сфере, что привело к становлению системы международного золотого стандарта. В этой системе внутреннее доверие к денежной единице обеспечивалось внешним доверием к золотому паритету, который обязывалась поддерживать страна, что давало ей доступ к внешней финансовой помощи во время кризисов и предотвращало деструктивные спекулятивные потоки капитала. Само же внешнее доверие к золотым паритетам опиралось, во-первых, на отсутствие внутренних макроэкономических целей, которые могли бы противоречить сохранению золотых паритетов, и, во-вторых, на международную кооперацию, в основе которой лежали родственные связи между владельцами крупнейших торговых банков в различных странах.

Хотя до этого и в Великобритании, и в США были периоды более или менее успешного функционирования экономики в условиях неравных на золото или серебро денег, доверие к ним, хотя и было доверием к государственной политике, в долгосрочном периоде оставалось доверием к способности государства в будущем восстановить конвертируемость валюты в драгоценные металлы. В отчёте Золотослиткового комитета в 1810 г. говорилось: "Золото является мерой всех обменываемых ценностей, масштабом, к которому сводятся все выраженные в деньгах цены" (*The Paper Pound of 1797–1821 ...* P. 11). "Золото является истинным регулятором ценности местной валюты и её обменного курса, а свободная конвертируемость бумажных денег в драгоценные металлы и свободный экспорт этих металлов не только ограничивают падение обменного курса, но и возвращают его к равновесному уровню, восстанавливая равновесие платёжного баланса" (*The Paper Pound of 1797–1821*. P. 21). Следовательно, первой причиной доверия к металлическому стандарту было убеждение, что именно драгоценные металлы выполняют функцию меры стоимости. Второй причиной доверия к металлическому стандарту была убеждённость в способности свободных рынков за счёт изменения цен на драгоценный металл лучше осуществ-

лять управление денежной системой, чем это могли бы сделать отдельные экономисты или политики.

Как писал У.Джевонс, "у людей столько предубеждений относительно денег, что было бы неправильно управлять этой сферой на чьё-то усмотрение". Подобную точку зрения высказывали многие интеллектуалы XIX в. Б. Шоу писал: "У вас нет выбора между верой в естественную стабильность золота и верой в честность и компетентность членов правительства. И при всем уважении к этим джентльменам я посоветовал бы вам, пока существует капиталистическая система, выбрать золото". Президент США Г. Гувер также повторял: "Мы обращаемся к золоту, потому что не можем доверять правительствам" (Бернстайн, 2004. С. 213, 324, 304). Вера в эффективность рынков на этом этапе была такой сильной, что целью созданного в 1913 г. центрального банка – ФРС США – было не финансирование государства, как у большинства его ранее созданных "коллег" из других стран, а обеспечение сезонной эластичности денежного предложения. Более того, в ст. 13 первоначальной редакции закона о ФРС прописывалась его кредитная политика на основе доктрины реальных векселей: федеральные резервные банки могли предоставлять кредиты и выпускать банкноты под залог "нот и векселей, которые возникли на основе реальных коммерческих сделок; то есть нот и векселей, выпущенных для сельскохозяйственных, промышленных или коммерческих целей" (Кричевська, 2015. С. 54).

Впрочем, особенность этого периода заключалась не просто в существовании металлического стандарта, а в утверждении международной системы золотого стандарта. Исследователи по-разному трактуют массовый отказ от серебряных и биметаллических стандартов в разных странах. Называют *объективные* причины: колебание ценового соотношения между двумя металлами; большее количество серебра для обеспечения растущих хозяйственных нужд; способность серебра быстро тускнеть, что хуже подходит для воплощения неизменной стоимости; более высокая удельная стоимость транспортировки (Бернстайн, 2004. С. 215). П.Бернстайн считает, что в Великобритании сработал и ряд случайных факторов, таких как выпуск качественной золотой гинеи, изготовленной механизированным способом и защищённой от обрезания краёв; слишком низкая официальная цена золота, установленная в 1717 г. директором монетного двора И. Ньютоном. В 1816 г. золото было официально признано официальным стандартом стоимости фунта, хотя полноценно золотой стандарт начал работать только после восстановления конвертируемости банкнот Банка Англии в 1821 г.

В США также в 1834 г. было установлено такое ценовое соотношение между двумя металлами, что серебро начало исчезать из денежного оборота. Утверждению золотого стандарта как международной денежной системы способствовало открытие месторождений золота в Калифорнии, Австралии, Сибири, Клондайке, Колорадо и Южной Африке. *После установления золотого стандарта в США и Великобритании этот процесс приобрёл самоподдерживающийся характер. В течение века от поражения Наполеона до Первой мировой войны произошло лишь несколько непродол-*

жительных и не слишком разрушительных войн. Поэтому унификация стала более актуальной, поскольку способствовала мирному взаимодействию между странами. Германия решила установить такой же денежный стандарт, как и Великобритания, потому что закупала в её колониях значительные объёмы сырья. По словам одного из немецких политиков, который занимался внедрением в стране золотого стандарта, "мы выбираем золото не потому, что золото – это золото, а потому, что Британия – это Британия" (Бернстайн, 2004. С. 219). Для перехода к золотому стандарту Германия использовала контрибуцию, уплаченную Францией после поражения в войне 1871 г. В 1873 г. Германия решила продать свои запасы серебра. Она рассчитывала, что часть их купит Франция, но последняя не собиралась помогать противнику, что привело к ещё большему падению цен на серебро. Так, "назло" Германии Франция также перешла на золотой стандарт. После этого одна за другой на золотой стандарт начали переходить другие страны. Они делали это ценой значительных потерь, поскольку рыночная цена серебра падала как в результате открытия богатых месторождений серебра в Неваде (США), так и в результате продажи странами своих серебряных запасов (Бернстайн, 2004. С. 219).

Какую роль существование международной системы золотого стандарта играло в обеспечении доверия к национальной денежной единице? В этот период безоговорочную приоритетность получила единственная цель монетарной политики – поддержание золотого паритета – обменного курса национальной валюты к золоту. Это обеспечивало внешнее доверие к национальной денежной единице.

Участники международного золотого стандарта были уверены, что правительства будут делать всё для защиты золотых резервов центрального банка и поддержки конвертируемости своей валюты в золото. Когда обменный курс одной из этих валют падал, капиталы направлялись в страну в ожидании того, что власть обязательно примет меры, чтобы прекратить это падение и вернуть прежний курс, и тогда можно будет заработать на росте стоимости активов данной страны, выраженной в иностранной валюте. Благодаря потокам капитала нередко курс укреплялся ещё до соответствующих действий правительств и без них. Высокий уровень доверия к обязательствам государств по золотым паритетам ограничивал попытки испытать это доверие. На чём же основывалась такая уверенность в том, что правительства при любых обстоятельствах предпочтут сохранение равновесия платёжного баланса? С точки зрения современника трудно поверить, что страны пойдут на любые жертвы ради сохранения золотых паритетов. Но Б. Эйхенгрин объясняет – в начале XX в. ещё не было массового понимания, что политика поддержания внешнего равновесия может вступать в противоречие с достижением внутренних макроэкономических целей. Тогда мало было известно о том, что защита золотого стандарта может препятствовать уменьшению безработицы. Более того – безработицу не считали макроэкономической проблемой. В людях без работы видели скорее бездельников или дармоедов, безработицу расценивали как личную неудачу или несостоятельность, а не следствие макроэкономических циклов. Даже те немногие

исследователи, которые всё же объясняли уровень безработицы положением в торговле, редко связывали его с процентными ставками или другими монетарными параметрами.

Рабочий класс имел в те времена незначительное политическое влияние, во многих странах избирательное право было ограничено. Это означало, что проблема безработицы не могла стать приоритетной для правительств. Таким образом, внутреннее политическое давление не могло подорвать доверие к политике сохранения золотого стандарта (Eichengreen, 1995. P. 5–6). Центральные банки также между чёткими и понятными внешними целями и расплывчатыми внутренними выбирали внешние. Это очень убедительно описывают М. Фридман и А. Шварц в своём выдающемся исследовании монетарной истории США (Friedman, Schwartz, 1963). Как отмечает Б.Эйхенгрин, политики не верили и в то, что экономику можно стабилизировать за счёт бюджетных дефицитов или роста государственных издержек. В мирное время правительства предпочитали проводить политику нулевых дефицитов. Основными статьями доходов бюджетов были импортные пошлины. Налогообложение доходов и внутренней деловой активности всё ещё считалось слишком дорогим в администрировании. Большинство существующих в то время налогов платили обычные потребители, имевшие незначительную политическую власть, поэтому в случае необходимости правительства спокойно, без острых политических дебатов вокруг налогов, могли ограничить бюджетные дефициты ради защиты золотого стандарта. Таким образом, в фундаменте внешнего доверия к политике золотого стандарта находились специфика распределения политической власти и господствующая система взглядов на то, как функционирует экономика, что давало возможность беспрепятственно проводить политику, направленную на сохранение приоритетности цели золотых паритетов (Eichengreen, 1995. С. 7). Кредит внешнего доверия в условиях золотого стандарта не только предотвращал спекулятивные потоки капитала, направленные на расшатывание курса национальной валюты, если страна испытывала трудности, но и давал возможность временно приостанавливать конвертируемость валюты в золото. Правда, это делалось не ради внутренних экономических целей, а в условиях политических потрясений, например в США во время Гражданской войны в 1861 г. Если борьбы со спекуляцией или политики правительства, направленной на восстановление золотого паритета, оказывалось недостаточно, стабилизировать систему помогали правительства, а также центральные и коммерческие банки других стран. В то время крупнейшие торговые банки принадлежали большим семьям коммерсантов, члены которых вели бизнес в разных странах, что также способствовало международной кооперации. Со второй половины XIX в. и до Первой мировой войны центральные банки Англии, Франции, России, Дании, Германии и крупнейшие частные банки неоднократно помогали друг другу во имя сохранения золотого стандарта. Яркий пример кооперации центральных банков связан с событиями кризиса в Аргентине 1890 г. Великобритания была крупнейшим инвестором этой страны, стремительно развивающейся благодаря иммиграции туда активных людей, интенсивно

осваивавших её территории для развития сельского хозяйства. Впоследствии в экономике Аргентины образовался финансовый пузырь, который лопнул после неурожая пшеницы и революции летом 1890 г. Чтобы покрыть убытки, Беринги собирались обменять на золото сумму, составлявшую более трети золотого резерва Банка Англии. Последнему удалось получить финансовую помощь для оплаты долгов Берингов от их мощных конкурентов – Ротшильдов. Последние также выступили посредниками в получении кредитов Банком Англии от центральных банков Франции и России. Стремясь снискать благосклонность Банка Англии, кредиты Берингам предоставили и другие британские банки.

Таким образом, в условиях международного золотого стандарта политика приоритетности поддержки золотых паритетов, которая обеспечивала внешнее доверие к национальной валюте, питала и внутреннее доверие, ведь страна могла опереться не только на золотые резервы собственного центрального банка, но и на золотые запасы других стран.

V этап. Период от Первой мировой войны до Великой депрессии (1914 – начало 1930-х гг.). Внешнее доверие к золотому стандарту перестало быть опорой внутреннего доверия к денежной единице. Война и послевоенные споры вокруг репараций разрушили международную кооперацию и актуализировали внутренние макроэкономические проблемы. Сохранение внутренней общественной стабильности в условиях испытаний войной и Великой депрессией требовало расширения избирательного права и усиления роли лейбористских партий и рабочих движений. Игнорирование их интересов, усиливая нестабильность в стране, подрывало внешнее доверие к стабильности денежной единицы, как это произошло в Великобритании. В то же время гипертрофированное использование монетарной политики для достижения внутреннеэкономических целей в Германии положило начало формированию нового института – независимого центрального банка.

На этом этапе возросли как общественный запрос на решение с помощью денежно-кредитной политики внутренних макроэкономических проблем, так и политические возможности его реализации. *Во-первых*, война, а после её окончания острые споры вокруг выплаты репараций и долгов разрушили международную кооперацию. Франция, пострадавшая в Первой мировой войне от крупнейших материальных потерь, настаивала на выплате непосильно высоких репараций Германией и отказывалась до их получения возвращать долги Великобритании. Великобритания, в свою очередь, не желала возвращать долги США. *Во-вторых*, военные действия и послевоенное восстановление требовали стимулирующей макроэкономической политики. *В-третьих*, вопросы уровня зарплат и занятости, прежде остававшиеся вне политической сферы, стали крайне политизированными. Расширение избирательного права, укрепление профсоюзного движения и, как следствие, увеличение поддержки лейбористских партий, усилили давление на правительства с целью проведения политики, нацеленной на занятость. *В-четвертых*, возросла роль налогообложения доходов, что усиливало политическое сопротивление повыше-

нию налогов, и это заставляло правительства требовать от центральных банков эмиссионного финансирования бюджетных дефицитов.

Усилилось политическое давление на центральные банки: со стороны левых политических сил – за преданность устаревшим монетарным доктринам, а со стороны правых – за заигрывание с массами. Правительства в условиях роста военных расходов требовали от центральных банков финансирования дефицитов бюджетов. Многим центральным банкам запретили оказывать помощь другим центральным банкам.

Теперь не было очевидно, какая из целей – занятость или сохранение золотого паритета – получит приоритет. Поэтому международный капитал уже не двигался автоматически в нужном для стабилизации направлении, а наоборот, мог усилить давление на резервы страны.

Великобритания единственная поставила внешнюю цель монетарной политики – восстановление довоенного золотого паритета ради сохранения доминирования в международных финансах – над внутренними целями. Тогдашний Председатель Банка Англии М. Норман заявил, что для приведения экономики в соответствие с обменным курсом страна должна быть готова к экономическим потерям в условиях "длительного периода дорогих денег". Действительно, уже через год после повышения Банком Англии в 1920 г. процентных ставок с целью снижения инфляции количество безработных в стране возросло на миллион человек. В 1925 г. золотой стандарт в Великобритании снова вступил в законную силу. Угледобывающая отрасль, конкурентоспособность которой ослабла из-за высокого курса фунта, была вынуждена пойти на снижение заработных плат, что повлекло массовые забастовки. Чтобы увеличить привлекательность для иностранцев депозитов в стерлингах, Банк Англии резко повысил свою учётную ставку с 2,5 до 6%, что ещё больше подорвало деловую активность в стране и повысило бюджетный дефицит. В такой напряжённой ситуации любое событие могло стать триггером паники. Забастовка небольшого подразделения моряков британского военно-морского флота против снижения заработной платы, предусмотренного законом об экономии, была воспринята в мире как предвестник революции в стране, и начался массовый обмен стерлингов на золото. В конце концов, 21 сентября 1931 г. парламент принял закон о прекращении обмена стерлингов на золото. Другие страны пытались совмещать золотой стандарт с достижением внутренних макроэкономических целей. США стерилизовали притоки капитала, чтобы предотвратить давление прироста денежной массы на цены. Франция, обладавшая значительными золотыми запасами, установила паритет на заниженном уровне, чтобы повысить ценовую конкурентоспособность своего экспорта; так же поступили Бельгия, Япония, Германия, Италия.

Образование в 1875 г. центрального банка Немецкого Рейха – Рейхсбанка – было частью процесса объединения немецких земель, поэтому не удивительно, что председателем Рейхсбанка был канцлер Германии, которому подчинялись президент и директорат Банка, представлявшие частных акционеров. На практике до 1914 г. государство мало вмешивалось в работу Рейхсбанка, действовавшего согласно правилам

международного золотого стандарта. Банкноты Рейхсбанка на треть обеспечивались золотом и на две трети – дисконтированными векселями со сроком погашения до трёх месяцев (*Handbook on the History of European Banks*, 1994. P. 330). С началом Первой мировой войны в августе 1914 г., как и многие другие страны, Германия отказалась от обмена банкнот на золото. Согласно закону, принятому 4 августа 1914 г., банкноты Рейхсбанка выпускались под обеспечение только государственных ценных бумаг. Были не только сняты ограничения по эмиссии банкнот Рейхсбанка, но и созданы ссудные банки, которые выпускали банкноты, объявленные законным средством платежа, просто их печатая. Их предоставляли в кредит бизнесу, федеральным землям, муниципалитетам, новообразованным военным корпорациям, а также использовали для приобретения военных облигаций. Министр финансов К.Гельферих объявил в Рейхстаге в марте 1915 г., что почти все военные расходы будут финансироваться за счёт заимствований (налоговое финансирование не покрывало даже процентов по государственному долгу). Поэтому с 1913 по 1917 г. сумма денег в обращении возросла в пять раз. Известный финансист Я.Шахт, который позже на посту президента Рейхсбанка боролся с гиперинфляцией, обвинял К.Гельфериха в финансировании колоссальных потребностей войны за счёт самопожертвований немецких граждан, которых призывали покупать военные облигации золота. Лозунгом этой кампании было "Я отдал золото за железо". В отличие от Германии, Великобритания значительную часть военных расходов покрывала за счёт налогообложения отраслей, обогатившихся от войны (*Fergusson*, 1975. P. 9–11).

Сначала немецкая экономика получала определённые выгоды от инфляционной политики, особенно чистые дебиторы, а отрицательные реальные процентные ставки способствовали строительному буму. Безработица в Германии в октябре 1922 г. составила всего 1,4% по сравнению с 14% в стране-победительнице Великобритании и 15% в нейтральной Франции. Франция была убеждена, что инфляция была хитростью, чтобы избежать бремени репараций, и вместе с Бельгией в январе 1923 г. оккупировала Рур. В результате оккупации было занято 7% послевоенной территории Германии, где добывалось 72% угля и производилось 50% чугуна и стали. В ответ правительство Германии призвало народ к "пассивному сопротивлению". Выплата репараций была прекращена, а экономику охватила всеобщая забастовка. Блокировка Францией фискальных платежей с оккупированной ею территории значительно повысила бюджетный дефицит, который покрывался путём эмиссии ещё большего количества денег (*Davies*, 2002. P. 574–576). Чтобы обеспечить выплату репараций, страны Антанты требовали отменить подчинение центрального банка канцлеру Германии. Союзники надеялись, что, получив автономию, Рейхсбанк не допустит монетизации бюджетных дефицитов. 26 мая 1922 г. был принят закон "Об автономии Рейхсбанка", но, как известно, пик гиперинфляции настал после этого. Так или иначе, *внешнеполитические обстоятельства положили начало одному из ключевых современных монетарных институтов – независимому центральному банку*. Новый президент Рейхсбанка Я.Шахт совмещал жёсткую стабилизацион-

ную политику с политикой кредитной поддержки экспортных секторов промышленности – источников иностранной валюты, необходимой для выплаты репараций (Шахт, 2011). В дальнейшем экспортная модель роста Германии в значительной мере будет определять особенности монетарной политики Германии, а позднее – еврозоны.

VI этап. 1930–1940-е годы. На вызовы, которые вставали перед человечеством в этот период: банковские кризисы, Вторая мировая война, послевоенное восстановление, – отвечали государства, а не рынки, и довольно успешно, поэтому государствам был доверен и монетарный инструмент. Кроме того, связь валют с золотом в условиях Бреттон-Вудской системы была очень слабой, поэтому доверие к деньгам начало опираться не на золото, а на государство. Роль монетарной политики в обеспечении доверия к денежной единице заключалась в обеспечении монетизации бюджетных дефицитов, уменьшении государственного долга и предотвращении инфляции путем кредитного и валютного контроля.

Эффективность государственного вмешательства в ответ на Великую депрессию и ещё больше во время Второй мировой войны и послевоенного восстановления кардинально изменили представления о роли государства. Особенно впечатляющим оказалось его влияние на занятость. Скажем, в США в 1932 г. уровень безработицы составил 23,6%, в 1939 г. – 17,2%, а в 1945 г. – только 1,9%. Поэтому общество ожидало и требовало от государства более активной экономической политики. В США этот общественный запрос привёл к принятию в 1946 г. Закона "О занятости", закрепившим за правительством цели обеспечения максимальной занятости, производства и покупательной способности.

Почти полная потеря связи денег с золотом вместе с успешным решением государствами вызовов, связанных с преодолением безработицы, финансированием войны и послевоенного восстановления, привели к тому, что ответственность за денежную сферу легла на правительства. Центральные банки до этого скорее обслуживали, чем регулировали экономику. Неудивительно, что в большинстве стран на этом этапе именно правительства, а не центральные банки, формировали денежно-кредитную политику. Доверие к деньгам начало опираться на политику правительства. Центральные же банки выполняли функции агентов по обслуживанию государственного долга и агентов кредитного и валютного контроля. Кейнсианская теория также обосновывала предпочтение в стимулировании совокупного спроса политики бюджетных дефицитов над монетарной политикой, которой препятствуют ловушка ликвидности и низкая эластичность инвестиций по процентной ставке вследствие низкого уровня доверия.

В начале 1940-х и Банк Англии, и ФРС США обязались поддерживать низкую стоимость государственных заимствований путём массированного выкупа государственных долговых ценных бумаг.

Банк Англии в июле 1932 г. организовал успешную конверсию внутреннего государственного долга, достигнув заметного снижения процентных ставок по ним. Политика дешёвых денег в Великобритании достигла апогея в 1946–1950 гг. Общество так и не простило Банку Англии жёст-

кой монетарной политики межвоенного периода, которая привела к массовой безработице. Поэтому после победы лейбористов на выборах 1945 г. Банк Англии стал первым национализированным учреждением. С октября 1945 г. Банк Англии должен был поддерживать процентную ставку по казначейским векселям на уровне 0,5%. В понимании тогдашнего министра финансов Г.Далтона у такой политики были прежде всего перераспределительные цели: он заявлял, что министерство финансов выступает на стороне активных производителей, которые являются заёмщиками денег, и против их кредиторов – пассивных рантье (Wood, 2005 P. 298).

США в 1930-х пережили несколько банковских кризисов. Поведение ФРС в соответствии с доктриной реальных векселей, что предусматривало пассивное следование за потребностями рынка, только усиливало кризисные процессы. Отсутствие надёжных кредитных вложений заставило ФРС переориентироваться на кредитование под залог государственных ценных бумаг. В 1932 г. ФРС впервые временно было разрешено использовать государственные ценные бумаги в качестве залога по банкнотам, затем этот механизм ещё несколько раз применяли как временный, а с 1945 г. банкноты ФРС выпускаются под залог государственных ценных бумаг на постоянной основе (Кричевська, 2015. С. 67). После того, как США в 1942 г. вступили во Вторую мировую войну, ФРС объявила политику поддержки процентных ставок по государственным ценным бумагам от 0,375% годовых по 90-дневным казначейским векселям до 2,5% по долгосрочным облигациям.

Для монетизации масштабных бюджетных дефицитов без усиления инфляции самого выкупа государственных ценных бумаг центральными банками было недостаточно. Нужно было ещё, *во-первых*, заставить банки, несмотря на низкую доходность, покупать эти ценные бумаги для финансирования растущих государственных расходов в необходимых объёмах, а *во-вторых*, предотвратить рост инфляции вследствие монетизации бюджетного дефицита. Для решения первой и частично второй проблемы государства посредством центральных банков осуществляли политику административного контроля за кредитованием и процентными ставками банков, а для решения второй проблемы – контроль за ценами, доходами и трансграничным движением капитала. В частности, в США Закон Гласса-Стиголла не только запрещал банкам совмещать кредитную и инвестиционную деятельность, но и содержал целый ряд ограничений по процентным ставкам. В Великобритании Британская ассоциация банкиров согласилась на требование правительства с июня 1940 г. ограничить ставку по депозитам максимальным значением 1%. Так банки самоустранились от конкуренции с государством за краткосрочные денежные ресурсы. К тому же все британские государственные учреждения были обязаны вкладывать свои избыточные средства в государственные долговые обязательства.

Существование Бреттон-Вудской валютной системы до конца 1950-х годов практически не требовало специальной монетарной политики для поддержания паритетов. В большинстве стран, подписавших Бреттон-Вудское соглашение, валюты оставались неконвертируемыми по текущим операциям до 1959 г., то есть фиксированные курсы поддерживались

с помощью валютного контроля и контроля за движением капиталов. США обеспечивали конвертируемость доллара в золото, но величина их золотых резервов и высокая конкурентоспособность по сравнению с ослабленными Второй мировой войной странами Европы и Японией позволяли избегать противоречия и выбора между целью обменного курса и внутренними целями макроэкономической политики.

В Германии после прихода в январе 1933 г. к власти Гитлера Рейхсбанк открыл масштабную кредитную линию для финансирования правительственных мер по восстановлению занятости и перевооружению, компенсируя эти меры жёстким валютным контролем. Формально в это время центральный банк имел такую же автономию от правительства, как и с 1922 г. Он поддерживал экспансионистскую фискальную политику добровольно, из патриотических соображений, как, впрочем, и в 1922–1923 гг. 27 октября 1933 г. был принят новый Закон "О банках", которым право назначать и отзывать Президента Банка и членов Директората было передано от частных владельцев Банка Президенту рейха, а Рейхсбанк обязали проводить операции с государственными ценными бумагами на открытом рынке и использовать их для покрытия эмиссии банкнот. Банк международных расчётов, который согласно плану выплаты репараций – плану Янга – должен был утверждать изменения в законодательство о центральном банке, дал согласие, полагаясь на безупречную репутацию тогдашнего Президента Рейхсбанка Я.Шахта. В 1937 г. после нескольких безнаказанных нарушений Версальского мирного договора Германия без согласования с Банком международных расчётов снова подчинила Рейхсбанк государству – Банком опять начал управлять Директорат, который подчинялся фюреру и рейхсканцлеру. Новый Закон о банковской деятельности, принятый 5 июня 1939 г., наделял канцлера Третьего рейха правом принимать решения о кредитовании правительства центральным банком. Гиперинфляции в результате неограниченных государственных заимствований удалось избежать благодаря контролю за ценами и тотальному рационированию товаров (*Handbook on the History of European Banks*, 1994. P. 332).

После окончания Второй мировой войны в 1948 г. западные страны-победители на трёх зонах оккупации образовали центральный банк – Банк немецких земель – и снова наделили его независимостью от правительства. *Целью предоставления центральному банку Германии статуса, которого не имели центральные банки самих стран-победителей, было сохранить покупательную способность немецкой валюты, чтобы защитить их инвестиции в немецкую экономику* (Holtfrerich, 2008. P. 27–28). Банк немецких земель подчинялся только Союзнической банковской комиссии (которая на практике не вмешивалась в его деятельность, так как у банка и его сторонников в правительстве были свои мотивы для сохранения ценовой стабильности – об этом см. ниже).

VII этап. 1950-е гг. Завершение послевоенного восстановления позволило отказаться от жёсткого контроля за ценами, снова усилилась роль рынков и актуализировалась проблема инфляции. Это – своего рода переходный этап, когда происходит поиск оптимальной

модели взаимодействия монетарной и фискальной политики в обеспечении доверия к денежной единице. В Германии, где наибольшие потери были связаны с монетизацией дефицита бюджета, доминирующей в этом деле стала монетарная политика; в Великобритании, где экономика пострадала от политики сохранения золотого стандарта в межвоенный период, – фискальная политика, а в США установился промежуточный вариант – координация фискальной и монетарной политики.

Отказ от жёсткого контроля за ценами и рационированием, осуществлявшихся во время войны, на фоне монетизации бюджетных дефицитов привёл к росту инфляции. Поэтому полное подчинение монетарной политики цели монетизации дефицита бюджета становилось все более деструктивным (Кричевська, 2016в. С. 6). В США и Великобритании инфляция начала расти с началом Корейской войны. Поэтому в этих странах возрос ситуативный общественный запрос на антиинфляционную монетарную политику (ситуативный, поскольку запрос на государственное стимулирование занятости и решение государством других задач сохранялся); к власти пришли экономические консерваторы. В США в 1951 г. произошел публичный конфликт между Казначейством правительства демократов и ФРС, который закончился заключением между ними 4 марта 1951 г. соглашения, известного под названием *Accord (100 Years Federal Reserve System, 1951)*, которое превращало ФРС из подчинённого в партнёра Казначейства. Ведомства договорились координировать свою деятельность ради, с одной стороны, обеспечения успешного финансирования государственных нужд, а с другой – минимизации монетизации государственного долга. Харизматичный Председатель ФРС У. Мартин в 1950-х гг. допустил три рецессии, чтобы избежать усиления инфляции или уменьшить её. Опираясь на собственный опыт работы на финансовых рынках, задачу центрального банка У. Мартин усматривал в том, чтобы в зародыше преодолеть инфляционную и спекулятивную психологию. Поэтому в его понимании антициклическая монетарная политика должна быть превентивной – чтобы предотвратить разжигание инфляции, центральный банк должен "уносить чашу с пуншем в разгар вечеринки", то есть повышать процентные ставки ещё на ранней стадии экономического подъёма. Активная антиинфляционная монетарная политика на этом этапе стала возможной благодаря не только позиции председателя ФРС, но и прихода к власти республиканцев в 1953 г.

В Великобритании на протяжении этого этапа у Банка Англии не было оперативной независимости от Казначейства, но последнее само начало проводить более независимую от фискальной монетарную политику. Политике сверхдешёвых денег, которую осуществляли лейбористы, был положен конец после победы консерваторов на выборах 1951 г. С началом Корейской войны Министерство финансов правительства У. Черчилля, отвечавшее за проведение монетарной политики, начало активно использовать инструмент процентной ставки для противодействия инфляционному давлению: в течение ноября 1951 г. – декабря 1960 г. ставку Банка Англии изменяли 17 раз. При этом основным инст-

рументом антиинфляционной политики в правительстве всё же считали кредитный контроль (Wood, 2005. P. 302–310).

В Германии в 1951 г. союзническая банковская комиссия согласилась отказаться от контроля за деятельностью Банка немецких земель. Если Министерство финансов настаивало на передаче соответствующих полномочий федеральному правительству, то министр экономики – знаменитый Л.Эрхард и министр юстиции выступали против правительственного контроля над центральным банком. После длительных дискуссий в 1957 г. был принят новый Закон "О Бундесбанке", согласно которому контрольные полномочия Союзнической банковской комиссии никому не передавались, а ликвидировались. Согласно закону, координация и интеграция монетарной политики с политикой правительства должны были осуществляться благодаря участию министра финансов и министра экономики в заседаниях Совета Бундесбанка, их праву созывать эти заседания и праву отлагательного вето не более чем на 8 дней. Так были заложены правовые основы одного из самых независимых центральных банков в мире.

Бундесбанк занял наиболее решительную позицию в борьбе с инфляцией. Это было прежде всего обусловлено стремлением не допустить третьей за столетие разрушительной гиперинфляции в стране. В США, пострадавших от Великой депрессии, и Великобритании, которая заплатила огромную цену за жёсткую монетарную политику, нацеленную на восстановление золотого стандарта, запрос и доверие общества к монетарной политике больше формировались по критерию экономического роста, в Германии же общество требовало от государства прежде всего сохранения покупательной способности денежной единицы. Кроме того, политика ценовой стабильности была ещё и неотъемлемой составляющей экспортоориентированной модели экономического роста, которая сложилась ещё после Первой мировой войны ввиду потребности выплаты репараций. Более низкий, чем у торговых партнёров, уровень инфляции обеспечивал ценовую конкурентоспособность немецкого экспорта в условиях фиксированных обменных курсов. Вот почему министр экономики и архитектор немецкого экономического чуда Л. Эрхард так решительно отстаивал независимость Бундесбанка (Holtfrerich, 2008. P. 35).

VIII этап. 1960-е гг. Усиление монополизма и профсоюзного движения привели к появлению влиятельных субъектов ценообразования, что вынудило диверсифицировать понимание природы инфляции и, соответственно, инструменты борьбы с ней. Так появилась концепция инфляции спроса – инфляции издержек, которая оставляла монетарной политике только инфляцию спроса. Второй особенностью этого этапа было усиление роли западных государств в стимулировании экономического роста и обеспечении социальной защиты, что было частью противостояния социалистическому блоку. Произошло распределение ролей монетарной и фискальной политики и в стимулировании экономического роста: монетарная политика оставалась стимулирующей, пока уровень безработицы превышал естественный. Доверия к денежной единице пытались дос-

тичь путём постоянного политического обмена, торго между монетарной, фискальной политикой и политикой доходов.

Для этого периода характерны, во-первых, рост общественных запросов на решение государствами экономических и социальных проблем, а во-вторых, появление и распространение двух теоретических концепций: концепции об обратной связи инфляции и безработицы, выведенной из эмпирической кривой Филлипса, и концепции инфляции спроса и инфляции издержек.

В США государство, продемонстрировав свою способность решать экономические и социальные проблемы, не уменьшило, а усилило социальные запросы к себе. В то же время его возможности падали вследствие замедления роста производительности и усиления конкуренции западноевропейских стран, прошедших послевоенное восстановление. Это означало, что выполнение общественных запросов требовало ещё более активного вмешательства государства в экономику (Кричевська, 2016б. С. 82). В США демократы (левые) формировали и реализовали политику "государства всеобщего благосостояния" (масштабные социальные программы – "Новые рубежи" Дж. Кеннеди, "Большое общество" Л. Джонсона), а республиканцы (правые) и их электорат – мирились с ней как с альтернативой распространению тоталитаризма.

С 1960-х гг. Совет экономических консультантов, который со времён президентства Дж.Кеннеди формировал экономическую идеологию, требовал от ФРС проведения мягкой монетарной политики для достижения полной занятости. На основе концепций кривой Филипса и инфляции спроса – инфляции предложения сформировался режим антициклической монетарной политики, получивший название "стой-иди". Он предусматривал, что ФРС осуществляет экспансионистскую монетарную политику, пока безработица считается высокой, поскольку инфляция спроса не может возникнуть при существовании избыточных мощностей в экономике. Иначе говоря, центральный банк не должен был повышать процентные ставки, пока не исчезнут избыточные мощности (разрыв ВВП с отрицательного станет почти нулевым) (Hetzel, 2008. Р. 65–68). Монетарную политику считали достаточно эффективным инструментом экономического стимулирования, порой даже более действенным, чем фискальную, в которой принятие решений сопровождается политической борьбой. Несмотря на полученную в 1951 г. независимость монетарной политики от фискальной, ФРС тесно координировала свою политику с Казначейством и Советом экономических консультантов при администрации Президента. В 1960-х гг. Председатель ФРС У.Мартин соглашался на такую координацию, надеясь ограничить роль бюджетного дефицита как фактора инфляции.

На фоне институциональных изменений, в частности усиления монополизма и профсоюзного движения, а также исходя из завышенных оценок потенциального ВВП, инфляцию рассматривали как преимущественно инфляцию предложения, поэтому наиболее эффективным инструментом борьбы с ней считали политику административного контроля за ценами и доходами или добровольного ограничения доходов. Именно эти инструменты и применяли на данном этапе как в США, так и в Велико-

британии. Монетарную политику считали неэффективной в борьбе с инфляцией предложения. В борьбе с инфляцией спроса признавали действенность монетарной рестрикции, но всё равно предпочитали фискальную политику, которая могла достичь того же результата при более низких процентных ставках.

Следует отдать должное, что такая дискреционная макроэкономическая политика оказалась успешной: в 1960-х экономика США пережила девятилетний период экономического роста. До 1966 г. высокие темпы экономического роста сопровождались низкой инфляцией, но с 1966 г. она начала расти, в 1969 г. достигнув 6,2%. Одним из факторов роста инфляции во второй половине 1960-х гг. стали инфляционные ожидания. Финансовые рынки и субъекты ценообразования понемногу усваивали, что борьба с инфляцией заканчивается, когда растёт безработица, и начали терять доверие к готовности монетарной политики бороться с инфляцией.

В Великобритании, несмотря на активное применение процентной политики, правительство не могло добиться нужного снижения инфляции. Последнюю питали и девальвация фунта, и рост зарплат благодаря мощной роли профсоюзов, и агрессивная кредитная политика новых финансовых институтов – финансовых домов, занимавшихся потребительским кредитованием рабочего класса. Для изучения ситуации правительство в 1957 г. создало комитет под руководством лорда Рэдклиффа. Авторы Отчёта Рэдклиффа, обнародованного в 1959 г., пришли к выводу, что "использование монетарных инструментов ... не играет никакой, кроме второстепенной, роли в управлении экономикой" (Davies, 2002. P. 403). Причины настроенности авторов Отчёта Рэдклиффа против монетарной политики – это, *во-первых*, существование многочисленных денежных субститутов, а *во-вторых*, отсутствие лимита скорости обращения денег, а следовательно, и увеличения их количества в обращении. В Отчёте говорилось: "При принятии решений о расходах значение имеет общее состояние ликвидности ... Решение тратить, таким образом, зависит от ликвидности в широком смысле, а не от немедленного доступа к деньгам ... Расходы не ограничиваются суммой денег в обращении, а зависят от суммы денег, которую люди могут раздобыть от получения доходов, продажи активов или заимствований". Популярность этого отчёта стала такой бесспорной, что из учебников начали исключать разделы о количественной теории денег (Katz, 1959. P. 3). Комитет Рэдклиффа рекомендовал Банку Англии уделять больше внимания долгосрочным, а не краткосрочным ставкам, используя для этого свои полномочия как менеджера национального долга. В Отчёте делается вывод, что "монетарная политика и управление национальным долгом не просто взаимодействуют, – они составляют единое и неделимое целое; управление долгом лежит в сердце монетарного контроля" (Katz, 1959. P. 3).

Диагностировав в 1960-х гг. инфляцию в Великобритании как инфляцию издержек, правительство начало бороться с ней с помощью контроля над ценами и доходами: управления ценами государственных отраслей, ограничения роста зарплат государственных служащих, снижения

налога с продаж, сделок с профсоюзами об ограничении роста зарплат в обмен на сокращение налога с доходов (Batini, Nelson, 2005).

IX этап. 1970-е гг. Начало этого этапа связано с достижением странами – лидерами мировой экономики определённого рубежа экстенсивного экономического роста, обострением противоречий между внешним механизмом обеспечения доверия к денежной единице в виде фиксированных валютных паритетов и активизацией внутренней стимулирующей макроэкономической политики в ведущих членах Бреттон Вудской валютной системы, прежде всего в США, валюта которых находилась в центре этой системы. Вероятно, это глобальное структурное изменение создало почву для "нефтяных шоков", хотя их триггером, как всегда бывает во время кризисов, стали конкретные политические события. Эти структурные изменения не были в полной мере учтены в макроэкономических моделях, поэтому макроэкономическая политика стала проинфляционной. Ожидания инфляции превратились в самостоятельный фактор инфляции, и осмысление этого породило революцию рациональных ожиданий в экономической науке. Теория рациональных ожиданий сначала оставила возможность стимулирующего влияния на экономику только для неожиданного монетарного смягчения, а затем, с появлением исследований Кюдланда – Прескотта и Барро – Гордона, вообще пришла к выводу о способности рациональных экономических агентов предвидеть и само это неожиданное стимулирование и сделать его невозможным, заранее заложив рост цен в контракты. Оптимальной монетарной политикой согласно этой теории стала политика правил – жёстких обязательств по поддержанию низких уровней инфляции – и предоставление независимости центральным банкам. Проблема обеспечения доверия к денежной единице была сведена к доверию к монетарной политике, вернее – доверию к обязательствам относительно низкой инфляции, взятым на себя институтом, наделённым законодательным мандатом на обеспечение ценовой стабильности.

Усиление конкурентоспособности европейских экономик и Японии привело к росту дефицита торгового баланса США, падению внешнего доверия к доллару США и, как следствие, к стремлению конвертировать доллары в золото. Прекращение обмена доллара на золото в 1971 г. И дальнейшая девальвация доллара США вызвали цепную реакцию в мировом масштабе. Центральные банки стран Большой семёрки, не желая допускать ревальвации своих валют, которая подрывала их ценовую конкурентоспособность, осуществляли выкуп долларов на валютных рынках и соответственно масштабную денежную эмиссию. Широкая денежная масса в этой группе стран возросла на 16% в 1971 г. и 17% в 1972 г. (Holtfrerich, 2008. P. 94). Ряд экспертов считают, что именно девальвация доллара создала предпосылки для Первого нефтяного шока в 1973 г., а война на Ближнем Востоке стала лишь его триггером. Одни, например, доказывают, что именно вызванный монетарной экспансией бум в ведущих экономиках мира сделал возможным резкое повышение цен на

нефть (Barsky, Kilian, 2001). Другие утверждают, что фактор девальвации действовал напрямую, уменьшив доходы экспортёров нефти, цены которой фиксировались в долларах (Hammes, Wills, 2005). Поэтому, казалось бы, стремительный рост инфляции в США был обусловлен экзогенным фактором – нефтяными шоками, но, возможно, последние сами были связаны с экономической ситуацией и политикой США. Представитель школы монетаризма, автор фундаментального исследования по истории ФРС А.Мелцер в подтверждение того, что инфляция 1970-х гг. была не только следствием нефтяных шоков, указывает на значительную разницу её уровней в разных странах, подвергшихся воздействию этих шоков. Действительно, кумулятивное изменение потребительских цен за 1973–1979 гг. в США составляло 49%, в Канаде 53, в Италии 90, в Великобритании 87, а в Германии – только 27% (Meltzer, 2009. P. 846–848).

Нефтяные шоки, которые по своей природе были шоками предложения, ещё более укрепили уверенность в том, что монетарная политика является неэффективным инструментом в борьбе с инфляцией. Преемник У.Мартина на должности Председателя ФРС США А.Бернс был активным сторонником контроля за ценами и доходами как более действенного и "гуманного" инструмента противодействия инфляции (Burns, 1979), поэтому охотно шёл на проведение мягкой монетарной политики в ответ на введение правительством такого контроля. Поскольку оценки потенциального ВВП и полной занятости свидетельствовали, что происходит рост инфляции предложения, администрация Р. Никсона, по совету А.Бернса, с 1971 г. начала бороться с инфляцией путём контроля за ценами и зарплатами. Политика контроля за ценами и доходами даёт хорошие результаты только в течение непродолжительного периода, пока экономические субъекты готовы её терпеть ради ограничения "произвола" своих экономических оппонентов, например крупного бизнеса или профсоюзов. Если же применять административные ограничения слишком долго, экономические агенты начинают уклоняться от них, переходя к моделям поведения, имеющим, как правило, негативные макроэкономические эффекты. Так произошло и в США. Великобритания в 1970-х гг. также продолжала попытки контролировать цены и зарплаты.

На первый взгляд парадоксально, но наряду с неверием в способность монетарной политики преодолеть инфляцию без значительных макроэкономических потерь в середине 1970-х в США и Великобритании появляются первые ростки системной внутренней антиинфляционной монетарной политики. К этому вынуждали следующие причины. *Во-первых*, потеря фиксированных валютных паритетов временно лишила монетарную политику внешнего источника доверия к ней. Страны реагировали на это действиями на внешних рынках – заключением сделок по коррекции или фиксации обменных курсов со странами – торговыми партнёрами (Смитсоновское соглашение 1971 г., валютная змея стран ЕЭС 1972 г.) и усилением контроля за внутренней денежной эмиссией, – вводя целевые ориентиры относительно роста денежных агрегатов. *Во-вторых*, сам по себе рост инфляции, чем бы он ни был вызван, повышал приоритетность этой проблемы для общества и заставлял политиков считаться

с ней. В-третьих, появлялось всё больше свидетельств того, что инфляция является следствием монетарной политики: она росла перманентно, а не только после шоков предложения. В-четвертых, больше не удавалось добиться роста занятости ценой роста инфляции. Общество усвоило, что политика реагирует преимущественно на фактическую и ожидаемую безработицу, решительные заявления об опасности инфляции не подкрепляются решительными действиями, а антиинфляционная политика длится до тех пор, пока не начнёт расти безработица.

Поэтому с середины 1970-х центральные банки ряда развитых экономик начали объявлять целевые ориентиры относительно денежной массы, которые должны были обеспечить стабильную покупательную способность денежных единиц (такая политика получила название монетарного таргетирования). В США в 1975 г. Конгрессом была принята резолюция № 133, которая требовала установления и обнародования целевых ориентиров по приросту денежной массы и усиливала подотчётность ФРС, а в 1977 г. – закон "О реформе Федеральной резервной системы", определивший её макроэкономические цели – максимальную занятость, стабильные цены и умеренные долгосрочные ставки – и ещё более усиливший подотчётность ФРС. В 1979 г. новоизбранный Председатель ФРС П.Волкер ввёл новую операционную процедуру монетарной политики с динамикой денежной массы вместо процентной ставки в роли промежуточного ориентира. Так теоретической основой для принятия решений ФРС по монетарной политике на некоторое время стал монетаризм. Позже П.Волкер признавался, что в ФРС не было другого хорошего ориентира, чтобы определить, на сколько следует повышать процентные ставки (Самуэльсон, 2010. С. 229–230). Монетарное таргетирование просуществовало в США только до октября 1982 г., поскольку в условиях финансового дерегулирования стабильная связь между денежными агрегатами и инфляцией была утрачена. В 1983 г. вместо денежных агрегатов промежуточной целью монетарной политики США стали инфляционные ожидания, индикатором которых были процентные ставки по государственным облигациям (Кричевська, 2016в. С. 51). В Великобритании монетарное таргетирование было введено в 1976 г. До начала 1980-х Банк Англии осуществлял таргетирование широких денег, затем в 1987 г. использовал многочисленные широкие и узкие денежные целевые ориентиры, а с 1987 г. объявлял лишь ориентир относительно узкой денежной массы M0 (Davies, 2002. P. 441).

Впрочем, только в Германии и Швейцарии практика объявления монетарных целевых ориентиров переросла в полноценный монетарный режим. Для других стран монетарное таргетирование стало первым шагом в разработке системной монетарной политики, опирающейся на внутренние механизмы обеспечения доверия к денежной единице, и в 1990-х гг. трансформировалось в стратегию таргетирования инфляции.

Именно немецкий Бундесбанк стал пионером во внедрении монетарного таргетирования. После того, как в 1973 г. доллар был отпущен в свободное плавание, вместо внешних рамок для денежной эмиссии Бундесбанк с 1974 г. начал устанавливать внутренние – в виде целевых

ориентиров прироста денежной массы. Монетарные целевые ориентиры рассчитывались практически по формуле М. Фридмана: исходя из оценок долгосрочного потенциального объёма производства и изменения скорости обращения денег. Конечной же целью монетарной политики была инфляция, по которой устанавливали средне- и долгосрочные ориентиры. Хотя с 1975 г. было выполнено только 12 из 23 ежегодных монетарных ориентиров, конечной цели монетарная политика достигла: за 1974–1997 гг. годовая инфляция в Германии в среднем составляла 2,75%, что вдвое меньше соответствующего показателя в других развитых странах (Гриценко, Кричевська, 2005). Существует много исследований, посвящённых причинам успеха и продолжительности монетарного таргетирования в Германии. Одни, оценив фактическую функцию реакции монетарной политики Бундесбанка, обнаружили её сходство с функцией, присущей таргетированию инфляции, что свидетельствует о второстепенной роли монетарных ориентиров. Известный учёный в области монетарной экономики Ф. Мишкин считает, что режим монетарного таргетирования в Германии и Швейцарии на самом деле был "гибридным" инфляционным таргетированием (Mishkin, 2000). Другие отрицают, что монетарные ориентиры были важной промежуточной целью, а при инфляционном таргетировании такой целью выступает прогноз инфляции или инфляционные ожидания. Некоторые подчёркивают важную коммуникационную роль монетарных таргетов: обществу, которое пережило две гиперинфляции, легко понять, что между количеством денег и ценами существует связь, поэтому независимый центральный банк, который обещает контролировать количество денег в обращении, пользуется высоким уровнем доверия. Существует и точка зрения, что достаточно болезненная монетарная рестрикция в Германии была компенсирована экспансионистской фискальной политикой: государственный долг до 1974 г. стабильно находился на уровне около 20% ВВП, а с введением монетарного таргетирования начал расти (Holtfrerich, 2008. P. 36–38). Все эти аргументы, по нашему мнению, не противоречат, а дополняют друг друга, создавая более полную картину. К ней мы бы добавили ещё одно соображение. В специальном издании Бундесбанка "Немецкий федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты" (1993) отмечается, что одной из причин успеха монетарного таргетирования в Германии был его дисциплинарный эффект, чему способствовали частые встречи представителей Бундесбанка с работодателями и профсоюзами (Немецкий федеральный банк..., 1993). Исследователи обычно трактуют это как элемент политики коммуникации, что укрепляет уверенность общества в непоколебимости позиции центрального банка и информирует о принципах принятия им решений. Но почему делался упор на встречах именно с работодателями и профсоюзами? Распад Бреттон-Вудской системы привёл к стремительному укреплению немецкой марки, что подрывало ценовую конкурентоспособность экспортного сектора. Восстановление последней пришлось достигать за счёт внутренних резервов, в том числе уменьшения затрат труда на единицу продукции. Представители профсоюзов входили в советы директоров компаний, и на встречах с ними представители Бундес-

банка объясняли, что чрезмерный рост заработной платы приведёт к подрыву конкурентоспособности экономики и будет "наказан" центральным банком путём повышения процентных ставок, что также ударит по интересам предприятия и его работников¹. По нашему мнению, монетарное таргетирование в Германии не только простиралось значительно дальше, чем правило Фридмана, и скорее напоминало более гибкий режим инфляционного таргетирования, оно было более чем монетарным режимом – это был механизм координации ценообразования. Этого бы не было, если бы инфляцию считали исключительно монетарным феноменом и не признавали существования факторов инфляции со стороны предложения.

Превращение ожиданий инфляции в фактор инфляции в 1970-х годах привело к революции в экономической науке – "революции рациональных ожиданий" – и положило начало качественно новой формулировке и решению проблемы доверия к денежной единице и роли монетарной политики в её обеспечении. Гипотеза рациональных ожиданий была сформулирована Дж.Муттом в статье "Рациональные ожидания и теория ценовых колебаний" (1961) в таком виде: "Ожидания фирм (или в общем распределение субъективных вероятностей определённой величины) имеют тенденцию быть распределёнными для того же набора информации близко к предсказаниям теории (или "объективному распределению вероятностей этой величины") (1961. Р. 316)]. То есть учёный обосновывал, что "среднее значение ожиданий в отрасли является более точным, чем результат примитивных моделей, и таким же точным, как результат сложных систем уравнений, хотя существуют значительные различия в точках зрения между секторами" (Muth, 1961. Р. 316).

Первый шаг к включению ожиданий в макроэкономические модели сделали Э.Фелпс (1967) и М. Фридман (1968), строившие теории естественного уровня безработицы на основе скорректированной на ожидания кривой Филипса, в которой взаимосвязь между фактической инфляцией и безработицей зависит от ожидаемой инфляции. Лауреат Нобелевской премии по экономике 1995 г. Р. Лукас развил анализ ожиданий. Он показал, что экономическая политика влияет на взаимосвязи между макроэкономическими переменными, поэтому кейнсианский макроэкономический анализ, построенный только на исследовании этих взаимосвязей, может привести к ошибочным выводам (так называемая "критика Лукаса") (Lucas, 1976). Р.Лукас строил свой анализ на гипотезе рациональных ожиданий, согласно которой экономические агенты делают лучшие из возможных при имеющейся информации (включая знания о принципах функционирования экономики) прогнозы будущих экономических событий. Одним из выводов теории рациональных ожиданий стал вывод об эффективности исключительно неожиданной для экономических агентов стимулирующей политики, поскольку она не трансформируется мгновенно в рост зарплат и цен. В частности, в своей Нобелевской лекции

¹ Vorsprung durch Angst. The good and bad in Germany's economic model are strongly linked. The Economist. 2017. July 8. URL: <https://www.economist.com/news/briefing/21724801-germany-admired-its-stability-derided-persistent-trade-surpluses-good-and-bad>
ISSN 1811-3141. Экономическая теория. 2017. № 3

Р.Лукас пишет: "Ожидаемая монетарная экспансия ... не имеет стимулирующего влияния на занятость и производство, описанного Д. Юмом. Неожиданное же расширение денежной массы может стимулировать производство, а неожиданное её сокращение – депрессию" (1995. Р. 262).

Впрочем, дальнейшие исследования влияния рациональности ожиданий на эффективность макроэкономической политики привели к выводу, что рациональные экономические агенты осознают и предусматривают даже стремление правительства воспользоваться преимуществами неожиданного изменения политики, что влечёт потерю доверия к заявлениям регулятора относительно будущей политики. Эта проблема была сформулирована Ф.Кюдландом и Э.Прескоттом в 1977 г. в работе "Правила против дискреции: непоследовательность оптимальных планов" как *временную непоследовательность дискреционной политики*. Понятие динамической непоследовательности в теории игр означает ситуацию, когда в динамической игре лучший план игрока на определённый будущий период не будет оптимальным, когда этот период наступает.

Если исходить из того, что органам, которые проводят макроэкономическую политику, можно доверять, то кажется, что предоставление им свободы (дискреции) в проведении экономической политики позволит достичь лучших результатов, чем следование правилу. Действительно, дискреционная политика является гибкой, реагирует на актуальные проблемы и вызовы – главное, чтобы государственные мужи были достаточно компетентными и стремились действовать на благо общества. Однако оптимальная с точки зрения регулятора политика может оказаться неоптимальной для общества именно потому, что оно является достаточно рациональным, чтобы предсказать будущие "ходы" политиков. Г.Манкив приводит как пример политику государств по переговорам с террористами. Правительства многих государств неоднократно заявляют, что не будут вести никаких переговоров с террористами по поводу условий освобождения заложников. При этом государства рассчитывают, что это будет сдерживать террористов от захвата заложников, поскольку они будут знать, что будут уничтожены. Когда всё же такое событие происходит, правительство не может отказаться от спасения заложников и идёт на переговоры. Террористы знают это и продолжают практику захвата заложников (Манкив, 2000. С. 416–417).

Для представления общей идеи временной непоследовательности экономической политики используется простая абстрактная модель с двумя периодами: $t - 1$ и t . В периоде $t - 1$ правительство стремится достичь наилучшего результата для экономических агентов в периоде t . Экономические результаты в периоде t зависят не только от политики, проводимой в период t , но и от решений частного сектора, которые он принимает в периоде $t - 1$ (например, относительно сбережений и заработных плат в периоде t). Решение частного сектора в периоде $t - 1$ зависят от ожиданий относительно политики в периоде t . Эти ожидания являются рациональными. В периоде $t - 1$ агенты частного сектора принимают факторы, влияющие на политику правительства в периоде t и

опираются на эти знания в своих прогнозах. Как отмечают Кюдланд и Прескотт, это не значит, что агенты могут в совершенстве предвидеть будущую политику, а только что они понимают, как решения политиков изменятся вследствие изменения экономических условий (1977. Р. 474).

Если правительство берёт обязательства относительно будущей политики, то выбирает политику периода t во время периода $t-1$ без возможности её позже изменить. Таким образом, оптимальный выбор политики, проводимой в периоде $t-1$, будет принимать во внимание его влияние на решения частного сектора в периоде $t-1$. Следовательно, политика правительства будет влиять на решения частного сектора, которые он принимает во время периода $t-1$, которые будут влиять на экономические результаты периода t . Если же правительство не берёт в периоде $t-1$ обязательств по политике в периоде t , то есть проводит дискреционную политику, тогда в выборе политики на период t он не сможет учесть решения частного сектора, принятые в период $t-1$, так как когда он будет осуществлять этот выбор относительно политики, решения частного сектора в периоде $t-1$ уже будут приняты и он не сможет на них повлиять. Поэтому решение правительства о политике периода t , принятые в периоде t и в периоде $t-1$ в виде обязательств, будут отличаться. Экономические результаты дискреционной политики в этой модели оказываются хуже, чем политики, проводимой в соответствии с взятыми заранее обязательствами. Это следует из того факта, что при рациональных ожиданиях политика периода t точно предсказывается частным сектором, но ввиду того, что частный сектор принимает решение раньше, чем правительство, правительство не может повлиять на эти ожидания. Иными словами, *принимая решение относительно политики на период t в периоде t , правительство решает оптимизационную задачу, которая не учитывает все эффекты политического решения*².

*Интересно, что в этом случае проблема недоверия к органу власти возникает не вследствие конфликта интересов между государством и гражданами, а как имманентная проблема проведения политики в условиях рациональных ожиданий*³.

Ф.Кюдланд и Э.Прескотт формализуют проблему временной непоследовательности и для монетарной политики. Монетарный регулятор также может объявить о намерении в будущем проводить политику низкой инфляции, чтобы сформировать соответствующие ожидания субъектов формирования цен и зарплат, а в будущем, когда эти решения на следующий год уже приняты, попробовать проводить мягкую монетарную политику, чтобы достичь стимулирующего эффекта на занятость и выпуск. Рациональные же экономические агенты понимают логику проведе-

² Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles / Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. URL: www.nobel.se/economics/. P. 5.

³ Ibid. P. 2.

ния антициклической политики и не поверят заявлениям монетарного регулятора, заложив в контракты более высокий уровень цен.

В их модели центральному банку в любом случае не удаётся достичь превышения фактической инфляции над ожидаемой, а следовательно, стимулирующего эффекта на экономическую активность. Отличие между эффектами политики жёстких обязательств относительно низкой инфляции и дискреции будет только в более высокой инфляции во втором случае. То есть оптимальным оказывается первый тип политики.

Критика Лукаса, быстро получив признание, нацелила правительства на выполнение новой амбициозной задачи – оптимизации "дизайна" макроэкономической политики, который выполнял бы функцию интегратора экономической политики и её восприятия экономическими агентами (Гриценко, Кричевська, 2005). На смену институту *монетарного стандарта* – совокупности институтов и механизмов управления денежным предложением с помощью ее привязки к стабильному средству обмена – пришёл *институт монетарного режима, в основе которого лежит взаимная зависимость монетарной политики и её восприятие обществом*. А.Лейонгуфвуд определяет монетарный режим как "во-первых, систему ожиданий, определяющих поведение общества, а во-вторых – последовательный характер поведения монетарных властей, что поддерживает эти ожидания" (1984. Р. 95).

После публикации моделей Кюдленда–Прескотта и Барро–Гордона в научной литературе предлагались различные институциональные способы решения проблемы временной непоследовательности монетарной политики. Сами Ф.Кюдланд и Э.Прескотт рекомендовали отказаться от дискреционной политики в пользу правил – так наложенных обязательств относительно будущей политики регулятора, чтобы общество поверило в их соблюдение. По мнению учёных, "в демократическом обществе правила должны быть простыми и понятными, чтобы сразу было видно, когда политик отклоняется от объявленной политики" (Kydland, Prescott, 1977. Р. 487). Таким эвристическим правилом стало впоследствии инфляционное таргетирование. Другим политическим решением проблемы временной непоследовательности было назначение руководителей центральных банков со стойкой и мощной репутацией борца с инфляцией или завоевание центральным банком такой репутации для организации в целом.

Таким образом, в проблеме доверия к денежной единице ключевую роль начало приобретать доверие к монетарной политике. С 1980-х гг. исследования, посвящённые доверию в денежной сфере, в западных странах касаются именно понятия "*credibility of monetary policy*" – *надёжности монетарной политики или её способности вызывать доверие*. Впервые термин "*credibility of the demand management policy*" – способность политики управления спросом вызывать доверие – встречаем в работе У.Феллнера "Эффект надёжности и рациональные ожидания" (1979), в которой учёный доказывал, что дезинфляция достигается ценой меньших потерь, если общество верит в эффективность макроэкономической политики. Он анализировал тот период, когда политика дискреционного управления совокупным спросом в США достигла своего апогея, а ин-

фляция – угрожающих двухзначных величин. Общество в то время не верило в способность и готовность государства остановить инфляцию, и это отражалось на его поведении и в появлении разнообразных "надбавок за риски". Выходом, по мнению У.Феллнера, мог стать отказ от дискреционного управления совокупным спросом в пользу последовательной дезинфляции.

Впоследствии, когда центральные банки начали проводить все более последовательную антиинфляционную политику, способность монетарной политики вызвать доверие (*credibility of monetary policy*) стала трактоваться не как уровень веры в эффективность выбранной модели проведения политики, а как *соответствие общественных представлений о политике тому, как политика проводится на самом деле, и тому, как она официально описывается центральным банком* (McCalum, 1984. P. 1). В многочисленных эмпирических исследованиях этот показатель оценивают как один из факторов, влияющих на инфляционные ожидания, а следовательно, на эффективность монетарной политики. В частности, авторы одной из недавних таких работ М.Бордо и П.Сиклос оценивают "надёжность политики на основе того, как действия и режимы монетарной политики отражаются в некотором показателе, представляющем инфляционные ожидания" (2015. P. 3).

Выводы

Логике эволюции роли монетарной политики как института обеспечения стабильности денежной единицы и банковской системы с VII в. до н.э. по 1970-е годы можно представить следующим образом:

- рекурсивная поддержка доверия к денежной единице и доверия к персоне суверена, который чеканил деньги (клеймил слитки);
- обеспечение неизменного качества и веса монет институтом депозитно-расчётных банков для получения конкурентных преимуществ экономики в благоприятствовании торговле;
- обеспечение доверия к денежной единице путём максимального содействия центральными банками внешней экспансии государства; при этом внутренним институциональным ограничением для монетарного стимулирования у центральных банков была цель сохранения собственного банковского бизнеса;
- появление неформальной функции обеспечения стабильности банковской системы в силу того, что государственная миссия центральных банков поставила их в привилегированное положение по сравнению с другими банками и привела к образованию централизованной системы резервирования;
- саморегулирующийся металлический стандарт как воплощение веры в большую эффективность рынков, чем государства, в условиях отсутствия серьёзных военных угроз и ограниченного избирательного права, что обеспечивало отсутствие альтернативных макроэкономических целей;
- преобразование внешнего доверия к золотым паритетах в основу внутреннего доверия к денежной единице в условиях усиления международной кооперации, что давало доступ к международной помощи в условиях кризисов и предотвращало деструктивные спекулятивные потоки капитала;

- выход цели сохранения общественной стабильности в условиях испытаний Первой мировой войны и внутренних макроэкономических целей, круг которых увеличился в условиях расширения избирательного права и представления интересов работников в политике, на передний план по сравнению с внешним доверием к денежной единице;

- специфика вызовов, которые требовали ответа государства (Великая депрессия, Вторая мировая война, послевоенное восстановление) в условиях значительного ослабления связи денег с золотом, превратили доверие к государству, к государственной экономической и фискальной политике в основу доверия к денежной единице. Роль монетарной политики в обеспечении доверия к денежной единице сведена к обеспечению монетизации бюджетных дефицитов, уменьшению государственного долга и предотвращению инфляции путём кредитного и валютного контроля;

- восстановление роли рынков после завершения послевоенного восстановления, что означало более свободное ценообразование и актуализацию проблемы инфляции. Поиск оптимальных для различных институциональных условий моделей взаимодействия монетарной и фискальной политики в обеспечении доверия к денежной единице;

- появление влиятельных субъектов ценообразования (монополистов и профсоюзов), что усилило разграничение ответственности за инфляцию между монетарной, фискальной и политикой доходов;

- усиление роли западных государств в стимулировании экономической активности и обеспечении социальной защиты в противостоянии с социалистическим блоком, что породило распределение ролей монетарной и фискальной политики и в стимулировании экономического роста;

- достижение определённого рубежа экстенсивного экономического роста и соответственно его монетарного стимулирования, и черты, после которой поведение экономических агентов меняется вследствие длительной дискреционной политики. Превращение инфляционных ожиданий в самостоятельный фактор инфляции, что сводит на нет попытки монетарного стимулирования. Сведение проблемы обеспечения доверия к денежной единице к доверию к монетарной политике, вернее – доверию к обязательствам относительно низкой инфляции, взятым на себя институтом, наделённым законодательным мандатом на обеспечение ценовой стабильности.

Литература

- Бернстайн, П. (2004). Власть золота. История наваждения: пер. с англ. Москва: ЗАО "Олимп-Бизнес".
- Гриценко, А.А. (2005). Развитие форм обмена, стоимости и денег. Киев: Основа.
- Гриценко, А., Кричевська, Т. (2005). Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків. *Вісник НБУ*, 11, 8–18.
- Кричевська, Т.О. (2015). Історія інститутів грошово-кредитного регулювання США. Стаття 2. Федеральна резервна система у пошуках балансу між функціями гаранта золотого стандарту, банку банків і банку уряду (1913–1951). *Економічна теорія*, 1, 50–73.

- Кричевська, Т.О. (2016а). Історія інститутів грошово-кредитного регулювання США. Стаття 3. Становлення антициклічної монетарної політики та розквіт кейнсіанства у США (1951–1979). *Економічна теорія*, 1, 67–85.
- Кричевська, Т.О. (2016б). Історія інститутів грошово-кредитного регулювання США. Стаття 4. Від становлення системної антиінфляційної політики до стимулювання економіки за допомогою креативного фінансового сектора (1977–2007 рр.). *Економічна теорія*, 2, 46–62.
- Кричевська, Т.О. (2016в). Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз. *Економіст*, 5, 4–11.
- Манків, Г. (2000). Макроекономіка: пер. з англ.; наук. ред. пер. С. Панчишина. Київ: Основи. [Macroeconomics]
- Немецкий федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты (1993). Франкфурт: Специальные издания Немецкого федерального банка, 7. 123 с.
- Самуэльсон, П. (2010). О чём думают экономисты: Беседы с нобелевскими лауреатами / под ред. П.Самуэльсона и У.Барнетта; пер. с англ. 2-е изд. Москва: ООО "Юнайтед Пресс".
- Сото Уэрта де. (2008). Деньги, банковский кредит и экономические циклы; пер. с англ. под. ред. А.В. Куряева. Челябинск: Социум.
- Шахт Я. (2011). Главный финансист третьего рейха. Признания старого лиса 1923–1948. Москва: Центрполиграф.
- 100 Years Federal Reserve System. (1951). Joint announcement by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors and the Federal Open Market Committee, of the Federal Reserve System. Release Morning Newspapers, Sunday, March 4.
- Andreades, A. (1909). History of the Bank of England 1640–1903 / tr. by C. Meredith. London: P.S. King and Son, Orchard House, Westminster.
- Barsky, R. B., Kilian, L. (2001). Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative. *NBER Macroeconomics Annual*, 16, 137–183.
- Batini, N., Nelson, E. (2005). The U.K.'s Rocky Road to Stability. *Federal Reserve Bank Of St. Louis Working Paper*, March. URL: 020A/http://research.stlouisfed.org/wp/2005/2005-020.pdf
- Bordo, M., Siklos, P. (2015). Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration. *NBER Working Paper*, January.
- Burns, A.F. (1979). The Anguish of Central Banking. *The 1979 Per Jacobsson Lecture*. Belgrade: Per Jacobsson Foundation.
- Capie, F., Fischer, S., at al. (1994). The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England. Cambridge: Cambridge University Press.
- Davies, G. (2002). A History of Money From Ancient Times to the Present Day. 3rd. ed. Cardiff: University of Wales Press.
- Eichengreen, B. (1995). Golden fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939. New York, Oxford: Oxford University Press.
- Fellner, W. (1979). The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 167–189.
- Fergusson, A. (1975). When Money Dies: The Nightmare of the Weimar Collapse. London: William Kimber.
- Friedman, M., Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 68(1), 1–17.
- Hammes, D., Wills, D. (2005). Black Gold The End of Bretton Woods and the Oil-Price Shocks of the 1970s. *The Independent Review*, Spring, vol. IX, 4, 501– 511.
- Handbook on the History of European Banks (1994) / chief editor Manfred Pohl. Frankfurt am Main: Edward Elgar.
- Hetzl, R. (2008). Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. Cambridge: Cambridge University Press.
- Holtfrerich, C.-L. (2008). Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology? / Central Banks as Economic Institutions, ed. by J.-P. Touffut. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.
- Katz, S. (1959). Radcliffe Report: Monetary Policy and Debt Management Reconciled? / Board of Governors of Federal Reserve System Division of International Finance. Review of Foreign Developments. November 3.
- Kydland, F., Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, vol. 85, 3, 473–492.

- Leijonhufvud, A. (1984). Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / Constitutional Economics. McKenzie R.B. (ed). Lexington, Mass: Lexington Books.
- Lovell, M.C. (1957). The Role of the Bank of England as Lender of Last resort in the Crises of the Eighteenth Century. *Explorations in Entrepreneurial History*, October, 8–21.
- Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 1, 1, 19–46.
- Lucas, R. (1995, December 7). Monetary Neutrality. Prize Lecture. *Economic Sciences*.
- McCalum, B. (1984). Credibility and Monetary policy. *NBER Working Paper*, 1490.
- Meltzer, A. H. (2009). A History of the Federal Reserve. Vol. 2. Book 2: 1970–1986. Chicago: Chicago University Press.
- Mishkin, F. (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. Graduate School of Business, Columbia University And National Bureau of Economic Research.
- Muth, J.F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Jul, vol. 29, 3, 315–335.
- Phelps, E. (1967). Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, 34, 254–281.
- The Paper Pound of 1797–1821: A Reprint Of The Bullion Report. With An Introduction By Edwin Cannan. London: P. S. King & Son, Ltd., Orchard House, Westminster, 1919.
- Wood, J. H. (2005). A History of Central Banking in Great Britain and the United States. Cambridge: Cambridge University Press.

References

- Bernstajn, P. (2004). Vlast' zolota. Istorija navazhdenija [The power of gold: the history of an obsession]: per. s angl. Moskva: ZAO "Olimp-Biznes". (In Russian)
- Gricenko, A.A. (2005). Razvitie form obmena, stoimosti i deneg. [Development of the forms of exchange, value and money]. Kiev: Osnova. (In Russian)
- Гриценко, А., Кричевська, Т. (2005). Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків [The monetary strategy: the way to the effective monetary policy. Article 1. The necessity and prerequisite of forming of the monetary strategy concerning the public relations of central banks]. Вісник НБУ, 11, 8–18. (In Ukrainian)
- Krychevska, T.O. (2015). Istoriiia instytutiv hroshovo-kredytnoho rehuliuвання SShA. Stattia 2. Federalna rezervna systema u poshukakh balansu mizh funktsiiami haranta zolotoho standartu, banku bankiv i banku uriadu (1913–1951) [History of the institutions of monetary regulation in the United States. Article 2. The Federal Reserve in search of balance between gold standard protector, bank of banks and bank of government functions (1913–1951)]. . *Ekonomichna teoriia*, 1, 50–73. (In Ukrainian)
- Krychevska, T.O. (2016a). Istoriiia instytutiv hroshovo-kredytnoho rehuliuвання SShA. Stattia 3. Stanovlennia antytsyklichnoi monetarnoi polityky ta rozkvit keinsianstva u SShA (1951–1979) [History of the institutions of monetary regulation in the United States. Article 3. The formation of countercyclical monetary policy and the ascent of Keynesianism in the United States (1951–1979)]. *Ekonomichna teoriia*, 1, 67–85. (In Ukrainian)
- Krychevska, T.O. (2016b). Istoriiia instytutiv hroshovo-kredytnoho rehuliuвання SShA. Stattia 4. Vid stanovlennia systemnoi antyinflatsiinoi polityky do stymuliuвання ekonomiky za dopomohoiu kreatyvnoho finansovoho sektora (1977–2007 rr.) [History of the institutions of monetary regulation in the United States. Article 4. From the formation of systemic anti-inflationary policy to encouraging the economy with the help of a creative financial sector (1977–2007)]. *Ekonomichna teoriia*, 2, 46–62. (In Ukrainian)
- Кричевська, Т.О. (2016в). Монетарна політика як елемент суспільного договору: логіко-історичний аналіз [Monetary policy as part of social contract: the logical and historical analysis]. *Економіст*, 5, 4–11. (In Ukrainian)
- Mankiv, G. (2000). Макроекономіка [Macroeconomics]: per. z anhli.; nauk. red. per. S. Panchyshyna. Kyiv: Osnovy. (In Ukrainian)
- Nemeckij federal'nyj bank: denezhno-politicheskie zadachi i instrumenty [Bundesbank: monetary policy problems and instruments]. (1993). Frankfurt: Special'nye izdaniija Nemeckogo federal'nogo banka, 7. 123 p.

- Samujel'son, P. (2010). O chjom dumajut jekonomisty: Besedy s nobelevskimi laureatami [Inside the economist's mind: Conversation with eminent economists] / pod red. P.Samujel'sona i U.Barnetta; per. s angl. 2-e izd. Moskva: OOO "Junajted Press".
- Soto Ujerta de. (2008). Den'gi, bankovskij kredit i jekonomicheskie cikly [Money, bank credit and economic cycles]; per. s angl. pod. red. A.V. Kurjaeva. Cheljabinsk: Socityum
- Shaht Ja. (2011). Glavnyj finansist tret'ego rejha. Priznanija starogo lisa 1923–1948 [Confessions of the Old Wizard]. Moskva: Centrpoligraf. (In Russian)
- 100 Years Federal Reserve System. (1951). Joint announcement by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors and the Federal Open Market Committee, of the Federal Reserve System. Release Morning Newspapers, Sunday, March 4.
- Andreades, A. (1909). History of the Bank of England 1640–1903 / tr. by C. Meredith. London: P.S. King and Son, Orchard House, Westminster.
- Barsky, R. B., Kilian, L. (2001). Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative. *NBER Macroeconomics Annual*, 16, 137–183.
- Batini, N., Nelson, E. (2005). The U.K.'s Rocky Road to Stability. *Federal Reserve Bank Of St. Louis Working Paper*, March. URL: 020A/http://research.stlouisfed.org/wp/2005/2005-020.pdf
- Bordo, M., Siklos, P. (2015). Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration. *NBER Working Paper*, January.
- Burns, A.F. (1979). The Anguish of Central Banking. *The 1979 Per Jacobsson Lecture*. Belgrade: Per Jacobsson Foundation.
- Capie, F., Fischer, S., at al. (1994). The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England. Cambridge: Cambridge University Press.
- Davies, G. (2002). A History of Money From Ancient Times to the Present Day. 3rd. ed. Cardiff: University of Wales Press.
- Eichengreen, B. (1995). Golden fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939. New York, Oxford: Oxford University Press.
- Fellner, W. (1979). The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 167–189.
- Fergusson, A. (1975). When Money Dies: The Nightmare of the Weimar Collapse. London: William Kimber.
- Friedman, M., Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 68(1), 1–17.
- Hammes, D., Wills, D. (2005). Black Gold The End of Bretton Woods and the Oil-Price Shocks of the 1970s. *The Independent Review*, Spring, vol. IX, 4, 501– 511.
- Handbook on the History of European Banks (1994) / chief editor Manfred Pohl. Frankfurt am Main: Edward Elgar.
- Hetzel, R. (2008). Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. Cambridge: Cambridge University Press.
- Holtfrerich, C.-L. (2008). Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology? / Central Banks as Economic Institutions, ed. by J.-P. Touffut. – Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.
- Katz, S. (1959). Radcliffe Report: Monetary Policy and Debt Management Reconciled? / Board of Governors of Federal Reserve System Division of International Finance. Review of Foreign Developments. November 3.
- Kydland, F., Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, vol. 85, 3, 473–492.
- Leijonhufvud, A. (1984). Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / Constitutional Economics. McKenzie R.B. (ed). Lexington, Mass: Lexington Books.
- Lovell, M.C. (1957). The Role of the Bank of England as Lender of Last resort in the Crises of the Eighteenth Century. *Explorations in Entrepreneurial History*, October, 8–21.
- Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 1, 1, 19–46.
- Lucas, R. (1995, December 7). Monetary Neutrality. Prize Lecture. *Economic Sciences*.
- McCalum, B. (1984). Credibility and Monetary policy. *NBER Working Paper*, 1490.
- Meltzer, A. H. (2009). A History of the Federal Reserve. Vol. 2. Book 2: 1970–1986. Chicago: Chicago University Press.

- Mishkin, F.* (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. Graduate School of Business, Columbia University And National Bureau of Economic Research.
- Muth, J.F.* (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Jul, vol. 29, 3, 315–335.
- Phelps, E.* (1967). Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, 34, 254–281.
- The Paper Pound of 1797–1821: A Reprint Of The Bullion Report. With An Introduction By Edwin Cannan. London: P. S. King & Son, Ltd., Orchard House, Westminster, 1919.
- Wood, J. H. (2005). A History of Central Banking in Great Britain and the United States. Cambridge: Cambridge University Press.

Поступление в редакцию 25.07.2017

MONETARY POLICY AS AN INSTITUTION TO ENSURE CONFIDENCE IN MONEY AND BANKING SYSTEM: LOGICAL-HISTORICAL ANALYSIS

Tatiana Krichevskaja

Author affiliation: PhD in Economics, Principal Researcher, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Science of Ukraine, Kyiv, Ukraine.
Email: tetyanakrychevska75@gmail.com

The article presents the logic of the evolution of monetary policy as an institution to ensure confidence in the currency and banking system from the 7th century BC to 1970th. Understanding of this logic is necessary for policy making as well as for institutional construction. It comprises the stages of recursive support of trust in currency and the authority of the sovereign; quality assurance of coins by deposit-clearing banks; support of foreign expansion of the states by central banks; the birth of banking system stability goal for central banks activity due to the formation of a centralized reserve system; support of domestic confidence in the currency through the foreign confidence; different a combinations of monetary and fiscal policy, depending on the challenges changing the role of government and markets in the economy and changes in the behavior of economic agents responding to public policy.

Key words: trust in the monetary unit, trust in banking system, coin, sovereign, deposit and settlement bank, state, central bank, monetary policy, fiscal policy, rational expectations, time inconsistency, monetary regime, credibility of monetary policy.

JEL: N10.