

# ІСТОРІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ

---

УДК 330.1:338.23

**Тетяна Кричевська**

## МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЯК ІНСТИТУТ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ДОВІРИ ДО ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ І БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ: ЛОГІКО-ІСТОРИЧНИЙ АНАЛІЗ

*Представлено логіку еволюції монетарної політики як інституту забезпечення довіри до грошової одиниці і банківської системи (з VII ст. до н.е. по 1970-ті роки), розуміння якої необхідне для політики й інституційного будівництва. Вона включає етапи: рекурсивної підтримки довіри до грошової одиниці й авторитету суверена; гарантування якості монет депозитно-розрахунковими банками; сприяння центральних банків зовнішній експансії держав; появу цілі стабільності банківської системи у діяльності центрального банку внаслідок становлення централізованої системи резервування; підтримку внутрішньої довіри до грошової одиниці через зовнішню; різних комбінацій монетарної й фіскальної політики залежно від викликів, що змінювали роль держави і ринків в економіці, і змін поведінки економічних агентів у відповідь на державну політику.*

*Ключові слова:* довіра до грошової одиниці, довіра до банківської системи, монета, суверен, депозитно-розрахунковий банк, держава, центральний банк, монетарна політика, фіскальна політика, раціональні очікування, часова непослідовність, монетарний режим, довіра до монетарної політики.

*JEL:* N10.

Проблема довіри до грошей у сучасній західній економічній літературі, з одного боку, перебуває у серці макроекономічних моделей, що враховують раціональність очікувань, але з іншого – ось уже кілька десятиліть вважається вирішеною, і розв'язок її втілений в інституті інфляційного таргетування. Фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. і повільне економічне відновлення, що дістало назву Великої рецесії, породили нові виклики для монетарної політики. Це і необхідність врахування нового масштабу фінансового сектора, і співвідношення між цілями цінової і фінансової стабільності, і врахування тривалих структурних змін в економіці і технологіях, і зміна поведінки економічних агентів в умовах інтенсивної монетарної підтримки економіки.

---

*Кричевська Тетяна Олександрівна (tetyanakrychevska75@gmail.com), канд. екон. наук, старш. наук. співр.; провідний науковий співробітник ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", м. Київ.*

Пострадянські економіки, які досі залишаються системами обмеженого доступу, мають і специфічні проблеми: проблема недовіри до грошей і банківської системи тісно пов'язана з боротьбою за ренту і катастрофічно низьким рівнем представлення інтересів більшості громадян у владі. Історія в чистому вигляді не часто дає готові рецепти (хоча вивчення Великої депресії під час академічної кар'єри Голови ФРС Б.Бернанке вочевидь допомогло у подоланні кризи 2008–2009 рр.). Розуміння ж логіки розвитку монетарної сфери на тривалих часових проміжках допоможе співвіднести її з логікою розвитку економіки і суспільства, аби в майбутньому в політиці й інституційному будівництві збалансовувати відповідність внутрішній логіці розвитку української держави і напрацьований світовий досвід. Здавалося б, зазирати аж надто далеко в історію не варто, але, скажімо, те, як багато спільного виявилось між біткойном і примітивними грошима у вигляді кількатонних кам'яних брил з острова Яп, свідчить про протилежне. Вивчати роль монетарної політики в історії через призму довіри ми взяли не випадково – в Україні ця проблема є універсальним фактором неефективності й гальмування економічних процесів.

Ми спробуємо представити монетарну історію людства у вигляді етапів залежно від того, яку роль монетарна політика відігравала в забезпеченні довіри до грошей і банківської системи. У своєму дослідженні ми спиралися на роботи з історії грошей і центральних банків М.Аглієтті, А.Андреадеса, Н.Батіні, М.Бордо, П.Бернстайна, Дж.Вуда, К.-Л.Гольтфреріха, А.Гриценка, Ч.Гударта, Г.Девіса, Б.Ейхенгіна, Ф.Капі, Дж.Клеппема, М.Ловелла, А.Мелцера, Ф.Мішкіна, Е.Нельсона, А.Орлеана, М.Пола, М.Ротбарда, П.Роти, В.Сміт, У. де Сото, Р.Тімберлейка, А.Фергюссона, Н.Фергюссона, М.Фрідмана, Р.Хетцела, А.Шварц, Н.Шнадта та ін.

Державна монетарна політика бере початок з емісії грошей суверенами. Суверен мав свій механізм, а також внутрішні і зовнішні цілі емісії: розвиток торгівлі, утвердження власного авторитету, утримання армії, яка забезпечувала існування і розширення держави тощо. Для користувачів цих грошей, коли їх уніфікація досягала певного рівня, замість довіри до внутрішньої цінності на перший план виступала довіра до знаку, викарбуваного сувереном (*Гриценко, 2005. С. 65–66*). Знак гарантував якість (склад і пробу) та вагу грошей. Якщо метою суверена було утвердження авторитету і влади шляхом випуску монет кращої якості і більш стабільної ваги, ніж у конкуруючих емітентів, тоді його політика у сфері емісії грошей обмежувалася забезпеченням відповідної якості монет. Коли при цьому інші цілі вимагали більшої кількості монет, ніж дозволяли запаси монетарних металів, її можна було наростити, переплавивши інші вироби на гроші або ж захоплюючи нові території та нові родовища монетарних металів. *Якщо ж збереження якості і ваги монет неможливо було досягти одночасно з іншими цілями суверена, його емісійна політика набувала нових якостей, ставала більш складною і ризикованою, а збереження довіри до грошей, емітованих з урахуванням множини цілей, вимагало довіри до*

його політики у монетарній сфері, в економічній сфері загалом, і зрештою – довіри до самого суверена.

**І етап – від початку карбування монет в Лідії й Іонії до закінчення раннього Середньовіччя. На цьому етапі відбувалася рекурсивна підтримка довіри до грошової одиниці і довіри до особи суверена. Божественне походження й військові перемоги суверена забезпечували довіру до грошової одиниці, а якість грошової одиниці утверджувала авторитет суверена на завойованих територіях і територіях, з якими велася торгівля.** Довіра до емісійної політики правителів від часів існування Лідії до епох Стародавнього Риму та Візантії частково мала символічну основу – віру в божественне походження емітентів і більш прагматичну віру у їхню військову могутність та впливовість у світі. Цар Лідії Гігес (VII ст. до н.е.) встановив державну монополію на випуск металевих грошей, на які ставив клеймо з власним гербом (Бернстайн, 2004. С. 29). Перський цар Дарій (VI – V ст. до н.е.) започаткував традицію карбувати на монетах портрети королів, але стародавні греки доелліністичного періоду уникали такої претензійності (Бернстайн, 2004. С. 35).

На золотих статерах Філіппа II Македонського з одного боку була зображена його перемога на перегонах колісниць в Олімпійських іграх 356 р., а з іншого – голова Зевса, дуже схожа на його голову. Тобто монети засвідчували, з одного боку, силу і непереможність суверена, а з іншого – його божественне походження. За Філіппа II Македонського карбували набагато більше монет, ніж потрібно було для потреб армії і торгівлі. Можливо, це було пов'язано зі створенням фінансових резервів для підтримки антиперських кампаній.

На монетах Александра Македонського була зображена голова Геракла, нащадком якого він себе вважав, дуже схожа на голову самого Александра (Davies, 2002. P. 81). *Поширення монет на завойованих територіях і територіях торговельних партнерів слугувало зміцненню авторитета царів, які їх карбували, тож метою емісійної політики було забезпечення їхньої якості.* Проте не слід випускати з уваги природний фактор – можливість випускати достатньо грошей з дорогоцінних металів, яку давали Лідії, Іонії і Персії їхні багаті природні поклади. У Римській імперії величина території поряд з гіпертрофованим гедонізмом і марнотратністю імператорів та вельмож створювали дефіцит дорогоцінних металів, проблему якого вирішували так звані "псування" монет. Як вдавалося забезпечити довіру до грошей меншої ваги? Діонісій із Сіракуз змушував приносити для перекарбування монети під загрозою смерті. В багатьох випадках римляни самі розплавляли монети і несли їх на монетний двір, отримуючи і свою частку сеньйоражу. Тією мірою, якою псування монет вирішувало проблему браку грошей, воно не мало серйозних інфляційних наслідків – лише за імператора Галлієна, який зменшив вміст срібла в монетах до 4%, посилилась інфляція, але далеко не до катастрофічних рівнів. Втім, спадкоємиця Римської імперії Візантія за правління імператора Кос-

тянтіна знову вирішила проблему достатності монетарних металів завдяки завоюванням на Сході і вилученню золота з усіх язичницьких храмів під приводом переходу до християнства у 313 р. Візантин став найстабільнішою грошовою одиницею в історії людства, зберігши свою вартість протягом 700 років, а політика забезпечення його стабільності стала інструментом збереження Візантійської імперії завдяки оплаті армії, підкупам союзників і противників (Бернстайн, (2004. С. 43–50).

**II етап (XI–XVII ст.). Кінцевою ціллю монетарної політики торговельних держав (італійських міст-держав, північноєвропейських держав) було процвітання торгівлі – джерела їхнього добробуту. Проміжними цілями стали, по-перше, забезпечення системи точних грошових розрахунків в умовах обігу різнорідних монет, а по-друге, надійність зберігання грошових запасів. В умовах обігу різнорідних монет, характерного для торговельних держав, довіра до безготівкових банківських монет навіть перевищувала довіру до золотих і срібних монет. В основі довіри до грошей лежала, таким чином, довіра до емісійної політики депозитно-розрахункових банків.** Для цих цілей у середньовічній Європі було створено перші публічні банки, такі як della Piazza de Rialto у Венеції (1584), Банк Амстердама в Голландії (1609). Якості грошових розрахунків досягали перерахуванням різнорідних монет, які були в обігу в торговельних державах, в ідеальні умовні "банківські монети" (що відповідали або певній вазі дорогоцінного металу, або найбільш якісній монеті). Довіра до безготівкових банківських монет Банку Амстердама була такою високою, що їх можна було продати міняйлам з премією за золото або срібло. Надійність зберігання грошових заощаджень забезпечувалася завдяки забороні таким банкам використовувати ці вклади для кредитування та інвестування (Кричевська, 2016в. С. 5). Таким чином, довіра до так званих банківських монет, емітованих публічними банками італійських міст-держав, а в XVII ст. – північноєвропейських торгових держав, спиралася на незмінну вартість, яку представляли ці безготівкові гроші, і природу цих грошей як складських свідоцтв, які давали право отримати саме вкладені їхнім власником у банк цінності (Сото, 2008. С. 9–88). Держави забезпечували ще одну основу довіри до таких грошей, зобов'язавши оплачувати всі досить великі угоди саме через ці банки, тобто надаючи безготівковим банківським монетам статус законного засобу платежу. Непохитна відданість таких банків ідеям депозитного банку могла тривати довго, але зрештою ставала жертвою відданості військовим потребам держави або масштабних торговельних компаній, які також були надією держави в розширенні її міці. Кредитування таких компаній публічні банки нарощували так стрімко, що не витримували і банкрутіли.

**III етап – від заснування в XVII–XIX ст. центральних банків до утвердження міжнародної системи золотого стандарту. Кінцевою метою державної політики в монетарній сфері в цей період було утвердження і переформатування кордонів національних держав.**

**Статично це було взаємне забезпечення довіри: центральний банк кредитував уряд, а уряд гарантував конвертованість банкнот. Динамічно – довіра до політики уряду (політики захисту і розширення кордонів), яка вимагала тимчасової призупинки конвертованості банкнот, давала змогу зберегти довіру до грошей і впевненість у збереженні їхньої металевої основи. Державницька місія центральних банків, поставивши їх у привілейоване становище у порівнянні з іншими банками, призвела до утворення централізованої системи резервування і змусила їх займатися також забезпеченням стабільності банківської системи.**

Ведення воєн вимагало значних державних видатків, водночас податкових джерел бюджетних надходжень було тоді не так багато. Основну статтю податкових доходів бюджету становили мита, збір яких, природно, зменшувався під час воєн. Емісія незабезпечених грошей ставала альтернативним джерелом фінансування дефіциту бюджету, особливо якщо з якихось причин нарощування державного кредиту виявлялося неможливим або ж занадто дорогим. Більш успішно поєднати забезпечення надійних платіжних засобів і кредитування держави вдалося за допомогою інституції, що стала прототипом центральних банків – великого емісійного депозитно-кредитного банку, який діяв відповідно до спеціального закону і в обмін на певні привілеї зобов'язувався кредитувати уряд, при цьому як комерційна організація дбаючи також про економічну ефективність своєї діяльності (Кричевська, 2016в. С. 5). Як ці інститути, будучи залученими до кредитування держави, могли забезпечувати довіру до грошей? Насправді, це вдавалося не завжди – згадаймо хоча б Францію з невдалими експериментами Дж. Лоу у 1720-х рр. та асигнаціями Революційного уряду в 1789–1800 рр. Натомість історія Банку Англії демонструє, як в умовах нових викликів поступово кристалізувалися механізми забезпечення довіри до грошей в системі часткового резервування (часткового забезпечення грошей дорогоцінними металами).

З цієї історії можна винести такі уроки. *По-перше, не лише створення Банку Англії вирішувало проблеми фінансування уряду, але й уряд ставав гарантом його банкнот.* Уряд отримував джерело державного кредиту – під час первинної підписки на акції Банку увесь його капітал, сформований у дорогоцінних металах, передавався у борг уряду, а потім Банк мав право випустити на цю ж суму свої зобов'язання; під час наступних докапіталізацій частину капіталу було дозволено вносити у державних боргових інструментах. Водночас, якщо Банк Англії не погашав свої банкноти за першою вимогою, це мало зробити Казначейство за рахунок процентів, які уряд сплачував банку за своїми борговими інструментами.

*По-друге, заснування Банку Англії вирішувало проблеми не тільки уряду, але й інших суспільних кіл* (інакше воно взагалі було б проблематичним в умовах парламентської монархії). Комерсанти отримували більш якісну систему грошового обігу, яку могли спостерігати у європейських

країнах, де функціонували публічні емісійні банки, тому погодилися на створення привілейованого банку. Широкі кола суспільства отримували альтернативу лихварським кредитам з кабальними умовами.

*По-третє, ділові кола, зацікавлені в успішних військових кампаніях, заради їх проведення готові були підтримати уряд, в тому числі у грошовій сфері.* Ось чому неодноразово найвпливовіші комерсанти Сіті підписували маніфести довіри банкнотам Банку Англії в умовах призупинення їхньої конвертованості. У цих умовах довіра до неконвертованих грошей ґрунтувалася на довірі до державної політики загалом.

*По-четверте, після низки спекулятивних лихоманок і банківських криз, що спровокували гострі дебати в ділових колах і парламентській розслідування, спочатку сам Банк Англії, а потім держава за допомогою відповідного законодавства почали виробляти наукові основи державної грошово-кредитної політики.* Втім, перш ніж зайшла мова про єдину державну монетарну політику, Банк Англії як інститут її реалізації набув ряд додаткових привілеїв. На момент свого створення він, на відміну від континентальних публічних банків, не був монополістом в емісії грошей, а його банкноти не були законним засобом платежу. Свого часу уряд навіть створив йому грізного конкурента – Земельний банк. Коли у 1797 р., після того як Банк Англії під час Американської війни на вимогу уряду змушений був викуповувати значні суми казначейських векселів, що зрештою призвело до банківської паніки, і спеціальним законом було призупинено конвертованість банкнот Банку Англії, їх все одно не було проголошено законним засобом обігу. *Натомість посилення впливовості і винятковості статусу Банку Англії відбувалося внаслідок домовленостей між урядом, який потребував додаткових кредитів, і акціонерами Банку Англії, що в обмін на це вимагали додаткових державних гарантій.* Так, у 1697 р. Банк Англії в обмін на додатковий кредит уряду отримав монополію в тому сенсі, що протягом дії його чартеру жоден інший банк не міг бути створений актом парламенту, а також дістав додатковий захист своїх банкнот, фальшування яких оголошувалося тяжким кримінальним злочином.

У 1708 р. в обмін на розширення кредитування уряду Банк Англії домогся заборони на території Англії іншим компаніям з кількістю партнерів понад шість чоловік запозичувати гроші під власні векселі і банкноти. В той час випуск банкнот був ключовою складовою банківського бізнесу, тож заборону цієї діяльності розцінювали як заборону засновувати банки, акціонерами яких є понад шість чоловік. Банківська криза 1825 р., пов'язана з манією інвестицій у країні Латинської Америки після отримання ними незалежності, привела до масового банкрутства банків, обмежених шістьма акціонерами. Крах таких банків, створених бакалійниками чи м'ясарями, спровокував паніку на всьому грошовому ринку, в тому числі щодо банкнот Банку Англії, що провадив більш консервативну політику. Тож у 1826 р. було ухвалено закон, який дозволяв засновувати емісійні банки

з більш ніж шістьма партнерами, але на відстані не менше 65 миль від Лондона, а Банку Англії – відкривати філії на всій території країни.

Понад сто років після свого заснування Банк Англії проводив дискреційну кредитну політику, якість якої не підлягала сумніву. Вперше про особливі вимоги до політики кредитної емісії Банку Англії заговорили під час припинення конвертованості фунта 1797–1821 рр., а саме під час розслідувань так званого Золотозливкового комітету (спеціальної слідчої комісії Британського парламенту, яка вивчала причини зростання ціни золотих зливків і падіння обмінного курсу фунта в умовах призупинення конвертованості банкнот в золото) в 1810 р. В цей час відкриття для торгівлі портів Південної Америки, що належали Іспанії і Франції, породило спекулятивну лихоманку. Банком Англії, очевидно, також опанувала загальна манія, про що свідчило зростання суми комерційних паперів, дисконтованих ним, з близько 3 млн фунтів в 1795 р. до 15,5 млн фунтів в 1809 р. і 20 млн в 1810 р. (*Andreades, 1909. С. 219*). Тож завданням парламентського Золотозливкового комітету стало розслідування впливу обмеження конвертованості банкнот на ціну золота і курс фунта. Директори Банку Англії наполягали, що навіть в умовах обмеженої конвертованості банкнот в дорогоцінні метали надмірна емісія неможлива, якщо Банк дисконтує тільки векселі, випущені під реальні комерційні операції, що погашаються протягом фіксованого короткого періоду. Золотозливковий комітет спростовував доктрину реальних векселів, акцентуючи увагу на тому, що кожен наданий банком аванс не тільки використовується одержувачем для виробничих цілей, а й збільшує масу коштів в обігу, що призводить до зменшення їхньої вартості відносно товарів. Комітет рекомендував протягом призупинення конвертованості банкнот в золото зобов'язати Банк Англії регулювати обсяг випуску банкнот з огляду на обмінний курс стерлінга і ціну на золото. Парламент не пішов на це в умовах, коли Англія вела чергову війну і потребувала додаткового фінансування (*Бернстайн, 2004. С. 189*)]. Втім, минуло трохи більше двадцяти років і Банк Англії добровільно наклав додаткові обмеження на свою кредитну політику. У 1832 р. один із директорів Банку Англії Дж.Х. Палмер запропонував правило емісійної діяльності (назване правилом Палмера), яке Банк і взяв на озброєння. Згідно з цим правилом, третина активів Банку повинна була зберігатися у вигляді дорогоцінних металів, а дві третини – використовуватися для інвестування і кредитування. Після цього у 1833 р. держава нарешті надала банкнотам Банку Англії статусу законного засобу платежу, але в обмін на цей привілей була посилена його підзвітність – від Банку почали вимагати надання звітів Казначейству і публікації кварталних балансів у "Лондонській Газеті". Закон 1833 р. також сприяв більш активному використанню Банком Англії процентної політики для регулювання попиту на кредити, звільняючи від обмеження законами про лихварство ставку дисконтування Банком Англії векселів з терміном до трьох місяців. Надалі до Першої світової війни процентна політика використовувалася Банком Анг-

лії більш активно, ніж іншими центральними банками, причому не тільки для регулювання внутрішньої пропозиції грошей, а й із середини XIX ст. для захисту від відтоку за кордон золотих резервів. На відміну від інших країн, Англія не встановлювала обмежень на вивезення золота, за допомогою ліберальної політики утверджуючи роль Лондона як світового фінансового центру.

Наступна банківська криза 1836 р., пов'язана зі спекуляціями після успіху перших залізниць, поставила Банк Англії на межу банкрутства, від якого його врятували кредити Банку Гамбурга і Банку Франції. Відбулася реінкарнація дискусії "доктрина реальних векселів проти кількісної теорії грошей" у вигляді дискусії Банківської і Грошової шкіл. Прем'єр-міністр Р.Піль, який ініціював реформування Банку Англії, взяв на озброєння теорію Грошової школи. Він доводив, що вільна конкуренція у пропозиції будь-якого товару може забезпечити багату пропозицію цього товару за низькими цінами, але у випадку грошей важлива не їх дешевизна, а якість – еквівалентність вартості монет, які вони представляють. Акт Роберта Піля 1844 р. обмежував розмір фідучіарної емісії сумою в 14 млн фунтів і містив механізм поступового перетворення Банку Англії на монополіста у справі емісії банкнот. Обмежуючи гнучкість пропозиції грошей, уряд у кризових ситуаціях у дискреційному режимі її коригував. Наприклад, під час криз 1847, 1857 і 1866 рр. уряд оприлюднив повідомлення про свою готовність подати до парламенту білль про дозвіл на перевищення ліміту фідучіарної емісії Банку Англії. Він був змушений вдатися до цього лише в 1857 р., у решті випадків купцям і підприємцям досить було впевненості в можливості отримати кредит у потрібний момент, щоб замість відкласти гроші на чорний день, пустити їх в оборот і стабілізувати грошовий ринок (Andreades, 1909. С. 336–337).

Забезпечення довіри до грошової одиниці шляхом забезпечення її безперешкодного обміну на дорогоцінні метали було фактично статутною функцією Банку Англії від моменту його існування. Інша справа – функція забезпечення довіри до банківської системи, про яку не могло йтися в законі, бо Банк Англії був приватним банком. Боротьба за посилення статусу в обмін на кредитування уряду поставила Банк Англії у практично монопольне становище, а отже, дала кращі можливості протистояти кризам, ніж іншим банкам. В обмін на кредитування уряду Банк Англії домогся заборони створення акціонерних банків аж до 1833 р. Хоча в Англії діяли численні невеликі банки, вони не склали серйозної конкуренції Банку Англії в емісії банкнот. До 1770 р. більшість лондонських банків відмовилися від емісії власних банкнот, використовуючи для міжбанківських розрахунків банкноти Банку Англії. *М. Ловелл на основі даних балансу Банку Англії доводить, що ще із 1763 р. Банк Англії фактично виконував функцію кредитора останньої надії – значно розширював дисконтні операції під час кожної кризи, навіть коли його резерви за зобов'язаннями стрімко падали. Саме останнє, на думку вченого, слугує свідченням, що Банк не*



*просто рятував окремих клієнтів з бізнесових міркувань, а рятував систему. Він зазначає, що Банк Англії активно почав це робити, як тільки сам зміцнів настільки, що загроза втрати довіри до його банкнот стала мінімальною, а отже, ослабла суперечність між функціями забезпечення довіри до грошової одиниці і до банківської системи. Як пише Й. Шумпетер в "Історії економічного аналізу", керівництво Банку Англії ніде не заявляло про це публічно, бо "Банк мав обмаль друзів", тож, щоб не наражатися на критику, скромно зазначало, що "робить свою роботу, просто слідує за ринком і не претендує на контроль за всім і кожним" (Lovell, 1957. С. 17).*

*Ч.Гударт, Ф.Капі і Н.Шнадт вважають, що лише після 1833 р., коли було дозволено створювати великі банки, в Англії з'явилася власне банківська система, а Банк Англії перетворився на центральний банк, якому було дозволено змінювати відсоткову ставку без обмежень, встановлених законами про лихварство (Capie, Fischer, at al., 1994. Р.128). Вони вказують на ворожі стосунки між банками і Банком Англії, якого звинувачували у монополізмі і використанні призупинення конвертованості під час Наполеонівських воєн заради власної вигоди. Свідченням "прохолоди" у стосунках між банками і Банком Англії, на думку авторів, була поява на початку ХІХ ст. інституту дисконтних брокерів, які отримували кредити у Банку Англії, а до них вже зверталися за редисконтуванням банки (Capie, Fischer, at al., 1994. Р. 66).*

*Вочевидь, роль Банку Англії як гаранта стабільності банківської системи до 1870-х була таки незадовільною, інакше на світ у 1873 р. не з'явилася б видатна праця В.Беджета "Ломбард Стріт", де вперше було описано функції і обов'язки центрального банку. Після банківської паніки, спричиненої банкрутством дисконтного дому Overend and Gurney, між редактором тижневика "The Economist", В.Беджетом і Головою Банку Англії Т.Хенкі спалахнула дискусія. В.Беджет писав на сторінках тижневика, що хоча Банк Англії завжди під час криз зрештою забезпечував потреби ринку в кредиті, його небажання визнати, що така допомога є однією з його функцій і його погрози відмовити у допомозі створюють зайву невизначеність і більш серйозну паніку, ніж якби він відкрито заявив, що на нього можна покластися. Т. Хенкі не погодився з цим, доводячи, що банки самі повинні зберігати достатні резерви для того, аби пережити кризу. В.Беджет відповів: "The Economist не сказав, що система єдиного резервного банку є хорошою системою, а що ця система вже існує, і нею потрібно управляти, якщо не можна її змінити" (Wood, 2005. Р. 92) Книга "Ломбард Стріт" містила системну аргументацію на користь виконання центральним банком функції забезпечення довіри до банківської системи і рекомендації щодо її організації. І, слід сказати, В.Беджету справді вдалося створити інтелектуальний клімат для цілеспрямованого виконання цієї функції; організація порятунку банку Берингів у 1890-х була яскравим прикладом успішного проведення такої політики.*

**IV етап – від утвердження міжнародної системи золотого стандарту з розвинутими механізмами міжнародної кооперації (з другої половини XIX ст.) до Першої світової війни. В умовах миру посилювалася віра в ефективність ринків і зменшувалась віра в ефективність державного втручання в економіку; в монетарній сфері втіленням ефективності ринку був металевий стандарт. Посилення кооперації, що прийшло на зміну війнам, збільшувало цінність єдиних правил гри у монетарній сфері, що призвело до становлення системи міжнародного золотого стандарту. У цій системі внутрішня довіра до грошової одиниці забезпечувалася зовнішньою довірою до золотого паритету, який зобов'язувалася підтримувати країна, що давало їй доступ до зовнішньої фінансової допомоги під час криз і запобігало деструктивним спекулятивним потокам капіталу. Сама ж зовнішня довіра до золотих паритетів спиралася, по-перше, на відсутність внутрішніх макроекономічних цілей, які б могли суперечити збереженню золотих паритетів, і, по-друге, на міжнародну кооперацію, в основі якої лежали родинні зв'язки між власниками найбільших торговельних банків у різних країнах.**

Хоча до цього і у Великій Британії, і у США були періоди більш чи менш успішного функціонування економіки в умовах нерозмінних на золото чи срібло грошей, довіра до них, хоча і була довірою до державної політики, в довгостроковому періоді залишалася довірою до спроможності держави в майбутньому відновити конвертованість валюти в дорогоцінні метали. У звіті Золотозливкового комітету в 1810 р. говорилося: "Золото є мірою всіх обмінюваних цінностей, масштабом, до якого зводяться всі виражені в грошах ціни" (The Paper Pound of 1797–1821 ... P. 11). "Золото є істинним регулятором цінності місцевої валюти і її обмінного курсу, а вільна конвертованість паперових грошей в дорогоцінні метали і вільний експорт цих металів не тільки обмежують падіння обмінного курсу, а й повертають його до рівноважного рівня, відновлюючи рівновагу платіжного балансу" (The Paper Pound of 1797–1821. P. 21). Отже, першою причиною довіри металевому стандарту було переконання, що саме дорогоцінні метали виконують функцію міри вартості. Другою причиною довіри до металевого стандарту була переконаність у здатності вільних ринків за рахунок зміни цін на дорогоцінний метал краще здійснювати управління грошовою системою, аніж це могли б зробити окремі економісти або політики.

Як писав В.Джевонс, "у людей стільки упереджень щодо грошей, що було б неправильно керувати цією сферою на чийсь розсуд". Подібну точку зору висловлювали багато інтелектуалів XIX ст. Б. Шоу писав: "У вас немає вибору між вірою в природну стабільність золота і вірою в чесність і компетентність членів уряду. І при всій повазі до цих джентльменів я порадив би вам, поки існує капіталістична система, вибрати золото". Президент США Г. Гувер також повторював: "Ми звертаємося до золота, тому що не можемо довіряти урядам" (Бернстайн, 2004. С. 213, 324, 304).

Віра в ефективність ринків на цьому етапі була такою сильною, що метою створеного в 1913 р. центрального банку – ФРС США – було не фінансування держави, як у більшості його раніше створених "колег" з інших країн, а забезпечення сезонної еластичності грошової пропозиції. Більше того, у ст. 13 початкової редакції закону про ФРС прописувалася його кредитна політика на основі доктрини реальних векселів: федеральні резервні банки могли надавати кредити і випускати банкноти під заставу "нот і векселів, що виникли на основі реальних комерційних трансакцій; тобто нот і векселів, випущених для сільськогосподарських, промислових чи комерційних цілей" (Кричевська, 2015. С. 54).

Втім, особливість цього періоду полягала не просто в існуванні металевого стандарту, а в утвердженні міжнародної системи золотого стандарту. Дослідники по-різному трактують масову відмову від срібних і біметалевих стандартів у різних країнах. Називають *об'єктивні* причини: коливання цінового співвідношення між двома металами; більша кількість срібла для забезпечення зростаючих господарських потреб; здатність срібла швидко тьмяніти, що гірше підходить для втілення незмінної вартості; вища питома вартість транспортування (Бернстайн, 2004. С. 215). П.Бернстайн вважає, що у Великій Британії спрацювали і ряд *випадкових* факторів, таких як випуск якісної золотої гінеї, виготовленої механізованим способом і захищеної від обрізання країв; занадто низька офіційна ціна золота, встановлена 1717 р. тодішнім директором монетного двору І. Ньютоном. У 1816 р. золото було офіційно визнано офіційним стандартом вартості фунта, хоча повноцінно золотий стандарт почав працювати тільки після відновлення конвертованості банкнот Банку Англії в 1821 р.

У США також в 1834 р. було встановлено таке цінове співвідношення між двома металами, що срібло почало зникати з грошового обігу. Утвердженню золотого стандарту як міжнародної грошової системи сприяло відкриття родовищ золота в Каліфорнії, Австралії, Сибіру, Клондайку, Колорадо і Південній Африці. *Після встановлення золотого стандарту у США і Британії цей процес набув самопідтримувального характеру. Протягом століття від поразки Наполеона до Першої світової війни відбулося лише кілька нетривалих і не надто руйнівних війн. Тож уніфікація стала більш актуальною, оскільки сприяла мирній взаємодії між країнами.* Німеччина вирішила встановити такий само грошовий стандарт, як і Велика Британія, бо закуповувала в її колоніях значні обсяги сировини. За словами одного з німецьких політиків, що займався впровадженням у країні золотого стандарту, "ми обираємо золото не тому, що золото – це золото, а тому, що Британія – це Британія" (Бернстайн, 2004. С. 219). Для переходу до золотого стандарту Німеччина використовувала контрибуцію, сплачену Францією після поразки у війні 1871 р. У 1873 р. Німеччина вирішила продати свої запаси срібла. Вона розраховувала, що частину їх купить Франція, але остання не збиралася допомагати противнику, що призвело до ще більшого падіння цін на срібло. Так, "на зло" Німеччині

Франція також перейшла на золотий стандарт. Після цього одна за одною на золотий стандарт почали переходити інші країни. Вони робили це ціною значних втрат, оскільки ринкова ціна срібла падала як внаслідок відкриття багатих родовищ срібла в Неваді (США), так і в результаті продажу країнами своїх срібних запасів (Бернстайн, 2004. С. 219).

*Яку роль існування міжнародної системи золотого стандарту відіграло у забезпеченні довіри до національної грошової одиниці? У цей період беззаперечної пріоритетності набула єдина ціль монетарної політики – підтримка золотого паритету – обмінного курсу національної валюти до золота. Це забезпечувало зовнішню довіру до національної грошової одиниці.*

Учасники міжнародного золотого стандарту були впевнені, що уряди робитимуть все для захисту золотих резервів центрального банку і підтримки конвертованості своєї валюти в золото. Коли обмінний курс якоїсь із цих валют падав, капітали прямували в країну в очікуванні того, що влада обов'язково вживе заходів, аби припинити це падіння і повернути колишній курс, і тоді можна буде заробити на зростанні вартості активів цієї країни, вираженої в іноземній валюті. Завдяки потокам капіталу нерідко курс зміцнювався ще до відповідних дій урядів і без них. Високий рівень довіри до зобов'язань держав щодо золотих паритетів обмежував спроби випробувати цю довіру. На чому ж ґрунтувалася така впевненість в тому, що уряди за будь-яких обставин віддадуть перевагу збереженню рівноваги платіжного балансу? З точки зору сучасника важко повірити, що країни підуть на будь-які жертви заради збереження золотих паритетів. Але Б. Ейхенгрін пояснює – *на початку ХХ ст. ще не було масового розуміння, що політика підтримки зовнішньої рівноваги може вступати в суперечність з досягненням внутрішніх макроекономічних цілей. Тоді мало було відомо про те, що захист золотого стандарту може перешкоджати зменшенню безробіття. Більш того – безробіття не вважали макроекономічною проблемою. У людях без роботи бачили радше нероб або дармоїдів, безробіття розцінювали як особисту невдачу чи неспроможність, а не наслідок макроекономічних циклів. Навіть ті небагато дослідників, які все ж пояснювали рівень безробіття становищем у торгівлі, рідко пов'язували його з процентними ставками або іншими монетарними параметрами.*

*Робітничий клас мав в ті часи незначний політичний вплив, у багатьох країнах виборче право було обмежене. Це означало, що проблема безробіття не могла стати пріоритетною для урядів. Таким чином, внутрішній політичний тиск не міг підірвати довіру до політики збереження золотого стандарту (Eichengreen, 1995. Р. 5–6). Центральні банки також між чіткими і зрозумілими зовнішніми цілями і розпливчастими внутрішніми вибирали зовнішні. Це дуже переконливо описують М. Фрідман та А. Шварц у своєму видатному дослідженні монетарної історії США (Friedman, Schwartz, 1963). Як зазначає Б.Ейхенгрін, політики не вірили і в те, що економіку можна стабілізувати за рахунок бюджетних дефіцитів або*

зростання державних витрат. У мирний час уряди воліли проводити політику нульових дефіцитів. Основними статтями доходів бюджетів були імпортні мита. Оподаткування ж доходів і внутрішньої ділової активності все ще вважалося занадто дорогим в адмініструванні. Більшість існуючих у той час податків платили звичайні споживачі, які мали незначну політичну владу, тому в разі потреби уряди спокійно, без гострих політичних дебатів навколо підвищення податків, могли обмежити бюджетні дефіцити заради захисту золотого стандарту. *Таким чином, у фундаменті зовнішньої довіри до політики золотого стандарту були специфіка розподілу політичної влади та панівна система поглядів на те, як функціонує економіка, що давало можливість без перешкод проводити політику, спрямовану на збереження пріоритетності цілі золотих паритетів (Eichengreen, 1995. С. 7).* Кредит зовнішньої довіри в умовах золотого стандарту не лише запобігав спекулятивним потокам капіталу, спрямованим на розхитування курсу національної валюти, якщо країна зазнавала труднощів, але й давав можливість тимчасово призупиняти конвертованість валюти в золото. Правда, це робилося не заради внутрішніх економічних цілей, а в умовах політичних потрясінь, як-от у США під час Громадянської війни в 1861 р. *Якщо боротьби зі спекуляцією або політики уряду, спрямованої на відновлення золотого паритету, виявлялося недостатньо, стабілізувати систему допомагали уряди, а також центральні та комерційні банки інших країн.* У той час найбільші торговельні банки належали великим родинам комерсантів, члени яких вели бізнес у різних країнах, що також сприяло міжнародній кооперації. З другої половини XIX ст. і до Першої світової війни центральні банки Англії, Франції, Росії, Данії, Німеччини та найбільші приватні банки неодноразово допомагали один одному в ім'я збереження золотого стандарту. Яскравий приклад кооперації центральних банків пов'язаний з подіями кризи в Аргентині 1890 р. Велика Британія була найбільшим інвестором цієї країни, що стрімко розвивалася завдяки імміграції туди активних людей, які інтенсивно освоювали її території для розвитку сільського господарства. Згодом в економіці Аргентини утворилася фінансова бульбашка, яка луснула після неврожаю пшениці й революції влітку 1890 р. Щоб покрити збитки, Беринги збиралися обміняти на золото суму, що становила понад третину золотого резерву Банку Англії. Останньому вдалося отримати фінансову допомогу для оплати боргів Берингів від їхніх могутніх конкурентів – Ротшильдів. Останні також виступили посередниками в отриманні кредитів Банком Англії від центральних банків Франції і Росії. Прагнучи здобути прихильність Банку Англії, кредити Берингам надали й інші британські банки.

*Таким чином, в умовах міжнародного золотого стандарту політика пріоритетності підтримки золотих паритетів, що забезпечувала зовнішню довіру до національної валюти, живила і внутрішню довіру, адже країна могла опертися не лише на золоті резерви власного центрального банку, але і на золоті запаси інших країн.*

***V етап. Період від Першої світової війни до Великої депресії (1914 – початок 1930-х рр.). Зовнішня довіра до золотого стандарту перестала бути опорою внутрішньої довіри до грошової одиниці. Війна і післявоєнні суперечки за репарації зруйнували міжнародну кооперацію і актуалізували внутрішні макроекономічні проблеми. Збереження внутрішньої суспільної стабільності в умовах випробувань війною і Великою депресією вимагало розширення виборчого права і посилення ролі лейбористських партій і робітничих рухів. Ігнорування їхніх інтересів, посилюючи нестабільність у країні, підірвало зовнішню довіру до стабільності грошової одиниці, як це сталося у Великій Британії. Водночас гіпертрофоване використання монетарної політики для досягнення внутрішньоекономічних цілей у Німеччині поклало початок формуванню нового інституту – незалежного центрального банку.***

На цьому етапі зросло як суспільний запит на вирішення за допомогою грошово-кредитної політики внутрішніх макроекономічних проблем, так і політичні можливості його реалізації. *По-перше*, війна, а після її закінчення гострі суперечки навколо виплати репарацій і боргів зруйнували міжнародну кооперацію. Франція, зазнавши у Першій світовій війні найбільших матеріальних втрат, наполягала на виплаті непосильно високих репарацій Німеччиною і відмовлялася до їх отримання повертати борги Британії. Великобританія, у свою чергу, не бажала повертати борги США. *По-друге*, військові дії і повоєнна відбудова вимагали стимулюючої макроекономічної політики. *По-третє*, питання рівня зарплат і зайнятості, що раніше залишалися поза політичною сферою, стали вкрай політизованими. Розширення виборчого права, зміцнення профспілкового руху і, як наслідок, збільшення підтримки лейбористських партій, посилили тиск на уряди з метою проведення політики, націленої на зайнятість. *По-четверте*, зросла роль оподаткування доходів, що посилювало політичний опір підвищенню податків, і це змушувало уряди вимагати від центральних банків емісійного фінансування бюджетних дефіцитів.

Посилився політичний тиск на центральні банки: з боку лівих політичних сил – за відданість застарілим монетарним доктринам, а з боку правих – за загравання з масами. Уряди в умовах зростання військових витрат вимагали від центральних банків фінансування дефіцитів бюджетів. Багатьом центральним банкам заборонили надавати допомогу іншим центральним банкам.

*Тепер зовсім не було очевидно, яка з цілей – зайнятість чи збереження золотого паритету – отримає пріоритет. Тому міжнародний капітал вже не рухався автоматично в потрібному для стабілізації напрямку, а навпаки, міг посилити тиск на резерви країни.*

Велика Британія єдина поставила зовнішню мету монетарної політики – відновлення довоєнного золотого паритету заради збереження домінування у міжнародних фінансах – над внутрішніми цілями. Тодішній Голо-

ва Банку Англії М. Норман заявив, що для приведення економіки у відповідність з обмінним курсом країна повинна бути готова до економічних втрат в умовах "тривалого періоду дорогих грошей". Справді, вже через рік після підвищення Банком Англії в 1920 р. процентних ставок з метою зниження інфляції кількість безробітних у країні зросла на мільйон осіб. У 1925 р. золотий стандарт у Великій Британії знову вступив в законну силу. Вуглевидобувна галузь, конкурентоспроможність якої ослабла через високий курс фунта, була змушена піти на зниження заробітних плат, що спричинило масові страйки. Аби збільшити привабливість для іноземців депозитів у стерлінгах, Банк Англії різко підвищив свою облікову ставку з 2,5 до 6%, що ще більше підірвало ділову активність у країні і підвищило бюджетний дефіцит. У такій напруженій ситуації будь-яка подія могла стати тригером паніки. Страйк невеликого підрозділу моряків британського військово-морського флоту проти зниження заробітної плати, передбаченого законом про економію, був сприйнятий у світі як провісник революції в країні, і почався масовий обмін стерлінгів на золото. Зрештою, 21 вересня 1931 р. парламент ухвалив закон про припинення обміну стерлінгів на золото. Інші країни намагалися поєднувати золотий стандарт з досягненням внутрішніх макроекономічних цілей. США стерилізували притоки капіталу, щоб запобігти тиску приросту грошової маси на ціни. Франція, що володіла значними золотими запасами, встановила паритет на заниженому рівні, аби підвищити цінову конкурентоспроможність свого експорту; так само вчинили Бельгія, Японія, Німеччина, Італія.

Утворення у 1875 р. центрального банку Німецького Рейху – Рейхсбанку – було частиною процесу об'єднання німецьких земель, тож не дивно, що головою Рейхсбанку був канцлер Німеччини, якому підпорядковувалися президент та директорат Банку, що представляли приватних акціонерів. На практиці до 1914 р. держава мало втручалася в роботу Рейхсбанку, який діяв згідно з правилами міжнародного золотого стандарту. Банкноти Рейхсбанку на третину забезпечувалися золотом і на дві третини – дисконтованими векселями з терміном погашення до трьох місяців (*Handbook on the History of European Banks*, 1994. P. 330). З початком Першої світової війни у серпні 1914 р., як і багато інших країн, Німеччина відмовилася від обміну банкнот на золото. Згідно із законом, ухваленим 4 серпня 1914 р., банкноти Рейхсбанку випускалися під забезпечення лише державних цінних паперів. Було не тільки знято обмеження щодо емісії банкнот Рейхсбанку, а й утворено позичкові банки, які випускали банкноти, оголошені законним засобом платежу, просто їх друкуючи. Їх надавали в кредит бізнесу, федеральним землям, муніципалітетам, новоствореним військовим корпораціям, а також використовували для придбання військових облігацій. Міністр фінансів К.Гельферіх оголосив у Рейхстазі в березні 1915 р., що майже всі військові видатки фінансуватимуться за рахунок запозичень (податкове фінансування не покривало навіть відсотків за державним боргом). Тож з 1913 по 1917 р. сума грошей в обігу зросла

у п'ять разів. Відомий фінансист Я.Шахт, що пізніше на посаді президента Рейхсбанку боровся з гіперінфляцією, звинувачував К.Гельферіха у фінансуванні колосальних потреб війни за рахунок самопожертви німецьких громадян, яких закликали купувати військові облігації за золото. Гаслом цієї кампанії було "Я віддав золото за залізо". На відміну від Німеччини, Велика Британія значну частину військових видатків покривала за рахунок оподаткування галузей, що збагатилися від війни (Fergusson, 1975. Р. 9–11).

Спочатку німецька економіка отримувала певні вигоди від інфляційної політики, особливо чисті дебітори, а від'ємні реальні відсоткові ставки сприяли будівельному буму. Безробіття в Німеччині в жовтні 1922 р. становило всього 1,4% проти 14% у країні-переможці Великій Британії і 15% у нейтральній Франції. Франція була переконана, що інфляція була хитрістю, щоб уникнути тягаря репарацій, і разом із Бельгією в січні 1923 р. окупувала Рур. У результаті окупації було зайнято 7% післявоєнної території Німеччини, де видобувалося 72% вугілля і вироблялося 50% чавуну і сталі. У відповідь уряд Німеччини закликав народ до "пасивного опору". Виплату репарацій було припинено, а економіку охопив загальний страйк. Блокування Францією фіскальних платежів з окупованої нею території значно підвищило бюджетний дефіцит, який покривався шляхом емісії ще більшої кількості грошей (Davies, 2002. Р. 574–576). Аби забезпечити виплату репарацій, країни Антанти вимагали скасувати підпорядкування центрального банку канцлеру Німеччини. Союзники сподівалися, що, отримавши автономію, Рейхсбанк не допустить монетизації бюджетних дефіцитів. 26 травня 1922 р. було ухвалено закон "Про автономію Рейхсбанку", але, як відомо, пік гіперінфляції настав уже після цього. Так чи інакше, зовнішньополітичні обставини поклали початок одному з ключових сучасних монетарних інститутів – незалежному центральному банку. Новий президент Рейхсбанку Я.Шахт поєднував жорстку стабілізаційну політику з політикою кредитної підтримки експортних секторів промисловості – джерела іноземної валюти, необхідної для виплати репарацій (Шахт, 2011). У подальшому експортна модель зростання Німеччини значною мірою визначатиме особливості монетарної політики Німеччини, а пізніше – єврозони.

**VI етап. 1930–1940-ті роки. На виклики, які поставали перед людством у цей період: банківські кризи, Друга світова війна, післявоєнна відбудова, – відповідали держави, а не ринки, і досить успішно, тож державам було довірено і монетарний інструмент. Окрім того, зв'язок валют із золотом в умовах Бреттон-Вудської системи був дуже слабким, тож довіра до грошей почала спиратися не на золото, а на державу. Роль монетарної політики у забезпеченні довіри до грошової одиниці полягала у забезпеченні монетизації бюджетних дефіцитів, зменшення державного боргу і запобіганні інфляції шляхом кредитного і валютного контролю.**



Ефективність державного втручання у відповідь на Велику депресію і ще більше під час Другої світової війни та повоєнної відбудови кардинально змінили уявлення про роль держави. Особливо вражаючим виявився її вплив на зайнятість. Скажімо, в США в 1932 р. рівень безробіття становив 23,6%, в 1939 р. – 17,2%, а в 1945 р. – лише 1,9%. Тому суспільство очікувало і вимагало від держави більш активної економічної політики. У США цей суспільний запит був доведений до ухвалення в 1946 р. Закону "Про зайнятість", що закріплював за урядом цілі забезпечення максимальної зайнятості, виробництва і купівельної спроможності.

Майже повна втрата зв'язку грошей із золотом разом з успішним вирішенням державами викликів, пов'язаних із подоланням безробіття, фінансуванням війни і післявоєнної відбудови, привели до того, що відповідальність за грошову сферу лягла на уряди. Центральні банки до цього радше обслуговували, аніж регулювали економіку. Не дивно, що у більшості країн на цьому етапі саме уряди, а не центральні банки, формували грошово-кредитну політику. Довіра до грошей почала опиратися на політику уряду. Центральні ж банки виконували функції агентів з обслуговування державного боргу і агентів кредитного і валютного контролю. Кейнсіанська теорія також обґрунтовувала перевагу у стимулюванні сукупного попиту політики бюджетних дефіцитів над монетарною політикою, на перешкоді якій стають пастка ліквідності та низька еластичність інвестицій за відсотковою ставкою через низький рівень довіри.

*На початку 1940-х і Банк Англії, і ФРС США зобов'язалися підтримувати низьку вартість державних запозичень шляхом масованого викупу державних боргових цінних паперів.*

Банк Англії в липні 1932 р. організував успішну конверсію внутрішнього державного боргу, досягнувши помітного зниження відсоткових ставок за ним. Політика дешевих грошей у Великобританії досягла апогею в 1946–1950 рр. Суспільство так і не пробачило Банку Англії жорсткої монетарної політики міжвоєнного періоду, що призвела до масового безробіття. Тому після перемоги лейбористів на виборах 1945 р. Банк Англії став першою націоналізованою установою. З жовтня 1945 р. Банк Англії повинен був підтримувати процентну ставку за казначейськими векселями на рівні 0,5%. У розумінні тодішнього міністра фінансів Г.Далтона така політика мала перш за все перерозподільні цілі: він заявляв, що міністерство фінансів виступає на стороні активних виробників, які є позичальниками грошей, і проти їхніх кредиторів – пасивних рантьє (Wood, 2005. Р. 298).

США у 1930-х пережили кілька банківських криз. Поведінка ФРС відповідно до доктрини реальних векселів, що передбачала пасивне слідування за потребами ринку, тільки посилювала кризові процеси. Брак надійних кредитних вкладень змусив ФРС переорієнтуватися на кредитування під заставу державних цінних паперів. У 1932 р. ФРС вперше тимчасово було дозволено використовувати державні цінні папери як заставу за банкнотами, потім цей механізм ще кілька разів застосовували як тимча-

совий, а з 1945 р. банкноти ФРС випускаються під заставу державних цінних паперів на постійній основі (Кричевська, 2015. С. 67). Після того, як США в 1942 р. вступили в Другу світову війну, ФРС оголосила політику підтримки процентних ставок за державними цінними паперами від 0,375% річних за 90-денними казначейськими векселями до 2,5% за довгостроковими облігаціями.

Для монетизації масштабних бюджетних дефіцитів без посилення інфляції самого викупу державних цінних паперів центральними банками було недостатньо. Потрібно було ще, *по-перше*, змусити банки, незважаючи на низьку прибутковість, купувати ці цінні папери для фінансування зростаючих державних витрат в необхідних обсягах, а *по-друге*, запобігти зростанню інфляції внаслідок монетизації бюджетного дефіциту. Для вирішення першої і частково другої проблеми держави за допомогою центральних банків здійснювали політику адміністративного контролю за кредитуванням та процентними ставками банків, а для вирішення другої проблеми – контроль за цінами, доходами і транскордонним рухом капіталу. Зокрема, в США Закон Гласса-Стіголла не тільки забороняв банкам поєднувати кредитну та інвестиційну діяльність, а й містив цілий ряд обмежень щодо відсоткових ставок. У Великій Британії Британська асоціація банкірів погодилася на вимогу уряду з червня 1940 р. обмежити ставку за депозитами максимальним значенням 1%. Так банки самоусунулися від конкуренції з державою за короткострокові грошові ресурси. До того ж всі британські державні установи були зобов'язані вкладати свої надлишкові кошти в державні боргові зобов'язання.

Існування Бреттон-Вудської валютної системи до кінця 1950-х років практично не вимагало спеціальної монетарної політики для підтримання паритетів. У більшості країн, що підписали Бреттон-Вудську угоду, валюти залишалися неконвертованими за поточними операціями до 1959 р., тобто фіксовані курси підтримувалися за допомогою валютного контролю та контролю за рухом капіталів. США забезпечували конвертованість долара в золото, але величина їхніх золотих резервів і висока конкурентоспроможність у порівнянні з ослабленими Другою світовою війною країнами Європи та Японією дозволяли уникати суперечності і вибору між ціллю обмінного курсу і внутрішніми цілями макроекономічної політики.

У Німеччині після приходу у січні 1933 р. до влади Гітлера Рейхсбанк відкрив масштабну кредитну лінію для фінансування заходів уряду з відновлення зайнятості та переозброєння, компенсуючи ці заходи жорстким валютним контролем. Формально в цей час центральний банк мав таку ж автономію від уряду, як і з 1922 р. Він підтримував експансіоністську фінансову політику добровільно, з патріотичних міркувань, як, зрештою, і в 1922–1923 рр. 27 жовтня 1933 р. було ухвалено новий Закон "Про банки", яким право призначати та відкликати Президента Банку та членів Директорату було передано від приватних власників Банку Президентові Рейху, а Рейхсбанк було зобов'язано проводити операції з державними цінними

паперами на відкритому ринку і використовувати їх для покриття емісії банкнот. Банк міжнародних розрахунків, який згідно з планом виплати репарацій – планом Янга – повинен був затверджувати зміни до законодавства про центральний банк, дав згоду, покладаючись на бездоганну репутацію тодішнього Президента Рейхсбанку Я.Шахта. У 1937 р. після кількох безкарних порушень Версальського мирного договору Німеччина без узгодження з Банком міжнародних розрахунків знову підпорядкувала Рейхсбанк державі – Банком знову почав керувати Директорат, що підпорядковувався фюреру і рейхсканцлеру. Новий Закон про банківську діяльність, ухвалений 5 червня 1939 р., наділяв канцлера Третього рейху правом ухвалювати рішення про кредитування уряду центральним банком. Гіперінфляції в результаті необмежених державних запозичень вдалося уникнути завдяки контролю за цінами і тотальному раціонуванню товарів (*Handbook on the History of European Banks*, 1994. Р. 332).

Після закінчення Другої світової війни у 1948 р. західні країни-переможці на трьох зонах окупації утворили центральний банк – Банк німецьких земель – і знову наділили його незалежністю від уряду. Метою надання центральному банку Німеччини статусу, якого не мали центральні банки самих країн-переможців, було зберегти купівельну спроможність німецької валюти, аби захистити їхні інвестиції в німецьку економіку (*Holtfrerich*, 2008. Р. 27–28). Банк німецьких земель підпорядковувався лише Союзничкій банківській комісії (яка на практиці не втручалася в його діяльність, бо банк і його прихильники в уряді мали свої мотиви для збереження цінової стабільності – про це див. нижче).

**VII етап. 1950-ті рр. Завершення післявоєнного відновлення дало змогу відмовитися від жорсткого адміністративного контролю за цінами, знову посилилася роль ринків і актуалізувалася проблема інфляції. Це – свого роду перехідний етап, коли відбувається пошук оптимальної моделі взаємодії монетарної і фіскальної політики у забезпеченні довіри до грошової одиниці. У Німеччині, де найбільші втрати пов'язані були з монетизацією дефіциту бюджету, домінуючою у цій справі стала монетарна політика; у Великій Британії, де економіка постраждала від політики збереження золотого стандарту у міжвоєнний період, – фіскальна політика; а у США встановився проміжний варіант – координація фіскальної і монетарної політики.**

Відмова від жорсткого контролю за цінами і раціонування, що здійснювалися під час війни, на тлі монетизації бюджетних дефіцитів призвела до зростання інфляції. Тому повне підпорядкування монетарної політики цілі монетизації дефіциту бюджету ставало дедалі деструктивнішим (*Кричевська*, 2016в. С. 6). У США і Великій Британії інфляція почала зростати з початком Корейської війни. Тож у цих країнах зріс ситуативний суспільний запит на антиінфляційну монетарну політику (ситуативний, бо запит на державне стимулювання зайнятості та вирішення державою інших завдань зберігався); до влади прийшли економічні консерватори. У США в 1951 р.

відбувся публічний конфлікт між Казначейством уряду демократів і ФРС, що закінчився укладанням між ними 4 березня 1951 р. угоди, відомої під назвою *Accord (100 Years Federal Reserve System, 1951)*, яка перетворювала ФРС з підлеглого на партнера Казначейства. Відомства домовилися координувати свою діяльність заради, з одного боку, забезпечення успішного фінансування державних потреб, а з іншого – мінімізації монетизації державного боргу. Харизматичний Голова ФРС В.Мартін у 1950-х рр. допустив три рецесії, щоб уникнути посилення інфляції або зменшити її. Спираючись на власний досвід роботи на фінансових ринках, завдання центрального банку В.Мартін вбачав у тому, щоб в зародку долати інфляційну і спекулятивну психологію. Тому в його розумінні антициклічна монетарна політика повинна бути превентивною – аби запобігти розпалюванню інфляції, центральний банк мусив "забирати чашу з пуншем у розпал вечірки", тобто підвищувати процентні ставки ще на ранній стадії економічного підйому. Активна антиінфляційна монетарна політика на цьому етапі стала можливою завдяки не лише позиції голови ФРС, але і приходу до влади республіканців у 1953 р.

У Великій Британії протягом цього етапу Банк Англії не мав оперативної незалежності від Казначейства, але останнє саме почало проводити більш незалежну від фіскальної монетарну політику. Політиці наддешевих грошей, яку здійснювали лейбористи, було покладено край після перемоги консерваторів на виборах 1951 г. З початком Корейської війни Міністерство фінансів уряду В. Черчилля, що відповідало за проведення монетарної політики, почало активно використовувати інструмент процентної ставки для протидії інфляційному тиску: протягом листопада 1951 – грудня 1960 рр. ставку Банку Англії змінювали 17 разів. При цьому основним інструментом антиінфляційної політики в уряді все ж вважали кредитний контроль (Wood, 2005. Р. 302–310).

У Німеччині в 1951 р. Союзницька банківська комісія погодилася відмовитися від контролю за діяльністю Банку німецьких земель. Якщо Міністерство фінансів наполягало на передачі відповідних повноважень федеральному уряду, то міністр економіки – знаменитий Л. Ерхард і міністр юстиції виступали проти урядового контролю над центральним банком. Після тривалих дискусій в 1957 р. був ухвалений новий Закон "Про Бундесбанк", згідно з яким контрольні повноваження Союзницької банківської комісії нікому не передавалися, а ліквідовувалися. Відповідно до закону, координація та інтеграція монетарної політики з політикою уряду повинні були здійснюватися завдяки участі міністра фінансів та міністра економіки в засіданнях Ради Бундесбанку, їхньому праву скликати ці засідання і праву відкладального вето не більше ніж на 8 днів. Так були закладені правові основи одного з найбільш незалежних центральних банків у світі.

Бундесбанк зайняв найбільш рішучу позицію в боротьбі з інфляцією. Це було перш за все обумовлено прагненням не допустити третьої за

століття руйнівної гіперінфляції в країні. У США, які постраждали від Великої депресії, і Великобританії, що заплатила величезну ціну за жорстку монетарну політику, націлену на відновлення золотого стандарту, запит і довіра суспільства до монетарної політики більше формувалися за критерієм економічного зростання, в Німеччині ж суспільство вимагало від держави перш за все збереження купівельної спроможності грошової одиниці. Окрім того, політика цінової стабільності була ще й невід'ємною складовою експортноорієнтованої моделі економічного зростання, що склалася ще після Першої світової війни, з огляду на потребу виплати репарацій. Нижчий, ніж у торгових партнерів, рівень інфляції забезпечував цінову конкурентоспроможність німецького експорту в умовах фіксованих обмінних курсів. Ось чому міністр економіки і архітектор німецького економічного дива Л. Ерхард так рішуче відстоював незалежність Бундесбанку (Holtfrerich, 2008. P. 35).

***VIII етап. 1960-ті рр. Посилення монополізму і профспілкового руху призвели до появи впливових суб'єктів ціноутворення, що змусило диверсифікувати розуміння природи інфляції і, відповідно, інструменти боротьби з нею. Так з'явилася концепція інфляції попиту – інфляції витрат, що залишала монетарній політиці лише інфляцію попиту. Другою особливістю цього етапу було посилення ролі західних держав у стимулюванні економічного зростання і забезпеченні соціального захисту, що було частиною протистояння з соціалістичним блоком. Відбувся розподіл ролей монетарної і фіскальної політики і в стимулюванні економічного зростання: монетарна політика залишалася стимулюючою, доки рівень безробіття перевищував природний. Довіри до грошової одиниці намагалися досягти шляхом постійного політичного обміну, торгу між монетарною, фіскальною політикою і політикою доходів.***

Для цього періоду характерні, по-перше, зростання суспільних запитів на вирішення державами економічних і соціальних проблем, а по-друге, поява і поширення двох теоретичних концепцій: концепції про зворотний зв'язок інфляції і безробіття, виведеної з емпіричної кривої Філіпса, і концепції інфляції попиту і інфляції витрат.

У США держава, продемонструвавши свою спроможність вирішувати економічні і соціальні проблеми, не зменшила, а посилила соціальні запити до себе. Водночас її можливості падали внаслідок сповільнення зростання продуктивності і посилення конкуренції західноєвропейських країн, що пройшли післявоєнну відбудову. Це означало, що виконання суспільних запитів вимагало ще більш активного втручання держави в економіку (Кричевська, 2016а. С. 82). У США демократи (ліві) формували і реалізували політику "держави загального добробуту" (масштабні соціальні програми – "Нові рубежі" Дж. Кеннеді, "Велике суспільство" Л. Джонсона), а республіканці (праві) і їхній електорат – мирилися з нею як з альтернативою поширенню тоталітаризму.

З 1960-х рр. Рада економічних консультантів, яка від часів президентства Дж.Кеннеді формувала економічну ідеологію, вимагала від ФРС проведення м'якої монетарної політики для досягнення повної зайнятості. На основі концепцій кривої Філіпса й інфляції попиту – інфляції пропозиції сформувався режим антициклічної монетарної політики, що дістав назву "стій-іди". Він передбачав, що ФРС здійснює експансіоністську монетарну політику, доки безробіття вважається високим, оскільки інфляція попиту не може виникнути за існування надлишкових потужностей в економіці. Інакше кажучи, центральний банк не повинен був підвищувати процентні ставки, доки не зникнуть надлишкові потужності (розрив ВВП з від'ємного стане майже нульовим) (Hetzl, 2008. Р. 65–68). Монетарну політику вважали досить ефективним інструментом економічного стимулювання, часом навіть більш дієвим, ніж фіскальну, в якій прийняття рішень супроводжується політичною боротьбою. Незважаючи на здобуту у 1951 р. незалежність монетарної політики від фіскальної, ФРС тісно координувала свою політику з Казначейством і Радою економічних консультантів при адміністрації Президента. У 1960-х рр. Голова ФРС В.Мартін погоджувався на таку координацію, сподіваючись обмежити роль бюджетного дефіциту як фактора інфляції.

На тлі інституційних змін, зокрема посилення монополізму та профспілкового руху, а також спираючись на завищені оцінки потенційного ВВП, інфляцію розглядали як переважно інфляцію пропозиції, тому найбільш ефективним інструментом боротьби з нею вважали політику адміністративного контролю за цінами та доходами або добровільне обмеження доходів. Саме ці інструменти і застосовували на цьому етапі як у США, так і у Великій Британії. Монетарну політику вважали неефективною в боротьбі з інфляцією пропозиції. У боротьбі з інфляцією попиту визнавали дієвість монетарної рестрикції, але все одно віддавали перевагу фіскальній політиці, яка могла досягти того ж результату за нижчих відсоткових ставок.

Слід віддати належне, що така дискреційна макроекономічна політика виявилася успішною: в 1960-х економіка США пережила дев'ятирічний період економічного зростання. До 1966 р. високі темпи економічного зростання супроводжувалися низькою інфляцією, але з 1966 р. вона почала зростати, в 1969 р. досягнувши 6,2%. Одним із чинників зростання інфляції у другій половині 1960-х стали інфляційні очікування. Фінансові ринки і суб'єкти ціноутворення потроху засвоювали, що боротьба з інфляцією закінчується, коли зростає безробіття, і почали втрачати довіру до готовності монетарної політики боротися з інфляцією.

У Великій Британії, попри активне застосування процентної політики, уряд не міг домогтися потрібного зниження інфляції. Останню живили і девальвація фунта, і зростання зарплат завдяки потужній ролі профспілок, і агресивна кредитна політика нових фінансових інститутів – фінансових домів, що займалися споживчим кредитуванням робітничого класу. Для вивчення ситуації уряд у 1957 р. створив комітет під керівництвом

лорда Редкліфа. Автори Звіту Редкліфа, оприлюдненого у 1959 р., дійшли висновку, що "використання монетарних інструментів ... не відіграє жодної, окрім другорядної, ролі в управлінні економікою" (Davies, 2002. P. 403). Причини налаштованості авторів Звіту Редкліфа проти монетарної політики – це, *по-перше*, існування численних грошових субститутів, а *по-друге*, відсутність ліміту швидкості обігу грошей, а отже, і збільшення їхньої кількості в обігу. У Звіті говорилося: "При прийнятті рішень про витрати значення має загальний стан ліквідності ... Рішення витратити, таким чином, залежить від ліквідності в широкому сенсі, а не від негайного доступу до грошей ... Витрати не обмежуються сумою грошей в обігу, а залежать від суми грошей, яку люди можуть роздобути від отримання доходів, продажу активів або запозичень". Популярність цього звіту стала такою безперечною, що з підручників почали виключати розділи про кількісну теорію грошей (Katz, 1959. P. 3). Комітет Редкліфа рекомендував Банку Англії приділяти більше уваги довгостроковим, а не короткостроковим ставкам, використовуючи для цього свої повноваження як менеджера національного боргу. У Звіті робиться висновок, що "монетарна політика та управління національним боргом не просто взаємодіють, – вони складають єдине і неподільне ціле; управління боргом лежить у серці монетарного контролю" (Katz, 1959. P. 4).

Діагностувавши у 1960-х інфляцію у Великій Британії як інфляцію витрат, уряд почав боротися з нею з допомогою контролю над цінами і доходами: управління цінами державних галузей, обмеження зростання зарплат державних службовців, зниження податку з продажів, угод з профспілками про обмеження зростання зарплат в обмін на скорочення податку з доходів (Batini, Nelson, 2005).

Німецький Бундесбанк у цей час продовжував послідовну антиінфляційну політику.

***IX етап. 1970-ті рр. Початок цього етапу пов'язаний з досягненням країнами – лідерами світової економіки певного рубежу екстенсивного економічного зростання, загостренням суперечності між зовнішнім механізмом забезпечення довіри до грошової одиниці у вигляді фіксованих валютних паритетів і активізацією внутрішньої стимулюючої макроекономічної політики в провідних членах Бреттон-Вудської валютної системи, перш за все у США, валюта яких була в центрі цієї системи. Ймовірно, ця глобальна структурна зміна створила підґрунтя для "нафтових шоків", хоча їхнім тригером, як завжди буває під час криз, стали конкретні політичні події. Ці структурні зміни не були повною мірою враховані в макроекономічних моделях, тому макроекономічна політика стала проінфляційною. Очікування інфляції перетворилися на самостійний фактор інфляції, і осмислення цього породило революцію раціональних очікувань в економічній науці. Теорія раціональних очікувань спочатку залишила можливість стимулюючого впливу на економіку лише для неочікуваного моне-***

**тарного пом'якшення, а потім, з появою досліджень Кюдланда – Прескотта і Барро – Гордона, взагалі дійшла висновку про спроможність раціональних економічних агентів передбачити і саме таке неочікуване стимулювання і унеможливити його, наперед заклавши зростання цін у контракти. Оптимальною монетарною політикою згідно з цією теорією стала політика правил – жорстких зобов'язань щодо підтримання низьких рівнів інфляції – і надання незалежності центральним банкам. Проблему забезпечення довіри до грошової одиниці було зведено до довіри до монетарної політики, точніше – довіри до зобов'язань щодо низької інфляції, взятих на себе інститутом, наділеним законодавчим мандатом на забезпечення цінової стабільності.**

Посилення конкурентоспроможності європейських економік і Японії привело до зростання дефіциту торгового балансу США, падіння зовнішньої довіри до долара США і, як наслідок, до прагнення конвертувати долари в золото. Припинення обміну долара на золото в 1971 р. і подальша девальвація долара США викликали ланцюгову реакцію у світовому масштабі. Центральні банки країн Великої сімки, не бажаючи допускати ревальвації своїх валют, яка підривала їхню цінову конкурентоспроможність, здійснювали викуп доларів на валютних ринках і відповідно масштабну грошову емісію. Широка грошова маса в цій групі країн зросла на 16% у 1971 р. і 17% у 1972 р. (Holtfrerich, 2008. Р. 94). Ряд експертів вважають, що саме девальвація долара створила передумови для Першого нафтового шоку 1973 р., а війна на Близькому Сході стала лише його тригером. Одні, наприклад, доводять, що саме викликаний монетарною експансією бум у провідних економіках світу уможливив різке підвищення цін на нафту (Barsky, Kilian, 2001). Інші стверджують, що фактор девальвації діяв безпосередньо, зменшивши доходи експортерів нафти, ціни якої фіксувалися в доларах (Hammes, Wills, 2005). Тому, здавалося б, стрімке зростання інфляції у США було обумовлене екзогенним фактором – нафтовими шоками, але, можливо, останні самі були пов'язані з економічною ситуацією і політикою США. Представник школи монетаризму, автор фундаментального дослідження з історії ФРС А.Мелцер на підтвердження того, що інфляція 1970-х рр. не була лише наслідком нафтових шоків, вказує на значну різницю її рівнів у різних країнах, які зазнали дії цих шоків. Справді, кумулятивна зміна споживчих цін за 1973–1979 рр. у США становила 49%, в Канаді 53%, в Італії 90, у Великій Британії 87, а в Німеччині – тільки 27% (Meltzer, 2009. Р. 846–848).

Нафтові шоки, які за своєю природою були шоками пропозиції, ще більш зміцнили впевненість в тому, що монетарна політика є неефективним інструментом у боротьбі з інфляцією. Наступник В.Мартіна на посаді Голови ФРС США А.Бернс був активним прихильником контролю за цінами та доходами як більш дієвого і "гуманного" інструменту протидії інфляції (Burns, 1979), тому охоче йшов на проведення м'якої монетарної



політики у відповідь на запровадження урядом такого контролю. Оскільки оцінки потенційного ВВП і повної зайнятості свідчили, що відбувається зростання інфляції пропозиції, адміністрація Р. Ніксона, за порадою А.Бернса, з 1971 р. почала боротися з інфляцією за допомогою контролю за цінами і зарплатами. Політика контролю за цінами та доходами дає хороші результати тільки протягом нетривалого періоду, поки економічні суб'єкти готові її терпіти заради обмеження "свавілля" своїх економічних опонентів, наприклад великого бізнесу або профспілок. Якщо ж застосувати адміністративні обмеження занадто довго, економічні агенти починають ухилятися від них, переходячи до моделей поведінки, що мають, як правило, негативні макроекономічні ефекти. Так сталося і у США. Велика Британія в 1970-х рр. також продовжувала спроби контролю за цінами і зарплатами.

На перший погляд парадоксально, але поряд з невірою у здатність монетарної політики подолати інфляцію без значних макроекономічних втрат в середині 1970-х у США і Великобританії з'являються перші паростки системної внутрішньої антиінфляційної монетарної політики. До цього змушували такі причини. *По-перше*, втрата фіксованих валютних паритетів тимчасово позбавила монетарну політику зовнішнього джерела довіри до неї. Країни реагували на це діями на зовнішніх ринках – укладанням угод з корекції або фіксації обмінних курсів з країнами – торговими партнерами (Смітсонівська угода 1971 р., валютна змія країн ЄЕС 1972 р.) і посиленням контролю за внутрішньою грошовою емісією, – запроваджуючи цільові орієнтири щодо зростання грошових агрегатів. *По-друге*, саме по собі зростання інфляції, чим би воно не було викликане, підвищувало пріоритетність цієї проблеми для суспільства і змушувало політиків рахуватися з нею. *По-третє*, з'являлося дедалі більше свідчень того, що інфляція є наслідком монетарної політики: вона зростала перманентно, а не тільки після шоків пропозиції. *По-четверте*, більше не вдавалося досягти зростання зайнятості ціною зростання інфляції. Суспільство засвоїло, що політика реагує переважно на фактичне і очікуване безробіття, рішучі заяви про небезпеку інфляції не підкріплюються рішучими діями, а антиінфляційна політика триває лише, доки не почне зростати безробіття.

Тому з середини 1970-х центральні банки ряду розвинутих економік почали оголошувати цільові орієнтири щодо грошової маси, які мали забезпечити стабільну купівельну спроможність грошових одиниць (така політика дістала назву монетарного таргетування). У США в 1975 р. Конгресом було ухвалено резолюцію № 133, яка вимагала встановлення та оприлюднення цільових орієнтирів щодо приросту грошової маси і посилювала підзвітність ФРС, а в 1977 р. – закон "Про реформу Федеральної резервної системи", який визначив її макроекономічні цілі – максимальну зайнятість, стабільні ціни і помірні довгострокові ставки – і ще більше посилював підзвітність ФРС. В 1979 р. новопризначений Голова ФРС П.Волкер запровадив нову операційну процедуру монетарної політики з динамікою

грошової маси замість відсоткової ставки в ролі проміжного орієнтира. Так теоретичною основою для ухвалення рішень ФРС щодо монетарної політики на деякий час став монетаризм. Пізніше П.Волкер зізнався, що у ФРС не було іншого хорошого орієнтира, щоб визначити, на скільки слід підвищувати відсоткові ставки (Самуельсон, 2010. С. 229–230). Монетарне таргетування проіснувало у США лише до жовтня 1982 р., оскільки в умовах фінансової дерегуляції стабільний зв'язок між грошовими агрегатами й інфляцією був утрачений. У 1983 р. замість грошових агрегатів проміжною ціллю монетарної політики США стали інфляційні очікування, індикатором яких були відсоткові ставки за державними облігаціями (Кричевська, 2016б. С. 51). У Великій Британії монетарне таргетування було запроваджене у 1976 р. До початку 1980-х Банк Англії здійснював таргетування широких грошей, потім до 1987 р. використовував численні широкі і вузькі грошові цільові орієнтири, а з 1987 р. оголошував лише орієнтир щодо вузької грошової маси M0 (Davies, 2002. P. 441).

*Втім, лише в Німеччині і Швейцарії практика оголошення монетарних цільових орієнтирів переросла в повноцінний монетарний режим. Для інших країн монетарне таргетування стало першим кроком у розробці системної монетарної політики, що спирається на внутрішні механізми забезпечення довіри до грошової одиниці, і в 1990-х рр. трансформувалося в стратегію таргетування інфляції.*

Саме німецький Бундесбанк став піонером у запровадженні монетарного таргетування. Після того, як у 1973 р. долар був відпущений у вільне плавання, замість зовнішніх рамок для грошової емісії Бундесбанк з 1974 р. почав встановлювати внутрішні – у вигляді цільових орієнтирів приросту грошової маси. Монетарні цільові орієнтири розраховувалися практично за формулою М.Фрідмана: з огляду на оцінки довгострокового потенційного обсягу виробництва і зміни швидкості обігу грошей. Кінцевою ж ціллю монетарної політики була інфляція, щодо якої встановлювали середньо- і довгострокові орієнтири. Хоча з 1975 р. було виконано тільки 12 із 23 щорічних монетарних орієнтирів, кінцевої мети монетарна політика досягла: за 1974–1997 рр. річна інфляція в Німеччині в середньому становила 2,75%, що вдвічі менше за відповідний показник в інших розвинутих країнах (Гриценко, Кричевська, 2005). Існує багато досліджень, присвячених причинам успіху і тривалості монетарного таргетування в Німеччині. Одні, оцінивши фактичну функцію реакції монетарної політики Бундесбанку, виявили її схожість з функцією, властивою таргетуванню інфляції, що свідчить про другорядну роль монетарних орієнтирів. Відомий учений в царині монетарної економіки Ф.Мішкін вважає, що режим монетарного таргетування в Німеччині і Швейцарії насправді був "гібридним" інфляційним таргетуванням (Mishkin, 2000). Інші заперечують, що монетарні орієнтири були важливою проміжною ціллю, а за інфляційного таргетування такою метою виступає прогноз інфляції або інфляційні очікування. Дехто підкреслює важливу комунікаційну роль монетарних таргетів: суспі-

льству, яке пережило дві гіперінфляції, легко зрозуміти, що між кількістю грошей і цінами існує зв'язок, тому незалежний центральний банк, який обіцяє контролювати кількість грошей в обігу, користується високим рівнем довіри. Існує і точка зору, що досить болісна монетарна рестрикція у Німеччині була компенсована експансійною фіскальною політикою: державний борг до 1974 р. стабільно був на рівні близько 20% ВВП, а після запровадження монетарного таргетування почав зростати (Holtfrenrich, 2008. Р. 36–38). Усі ці аргументи, на нашу думку, не суперечать, а доповнюють один одного, створюючи більш повну картину. До неї ми б додали ще одне міркування. У спеціальному виданні Бундесбанку "Німецький федеральний банк: грошово-політичні задачі і інструменти" (1993) зазначається, що однією з причин успіху монетарного таргетування в Німеччині був його дисциплінарний ефект, чому сприяли часті зустрічі представників Бундесбанку з роботодавцями і профспілками (Немецкий федеральный банк..., 1993). Дослідники зазвичай трактують це як елемент політики комунікації, що зміцнює впевненість суспільства в непохитності позиції центрального банку та інформує про принципи ухвалення ним рішень. Але чому робився наголос на зустрічах саме з роботодавцями і профспілками? Розпад Бреттон-Вудської системи призвів до стрімкого зміцнення німецької марки, що підривало цінову конкурентоспроможність експортного сектора. Відновлення останньої довелося досягати за рахунок внутрішніх резервів, в тому числі зменшення витрат праці на одиницю продукції. Представники профспілок входили до рад директорів компаній, і на зустрічах з ними представники Бундесбанку пояснювали, що надмірне зростання заробітної плати призведе до підриву конкурентоспроможності економіки і буде "покаране" центральним банком шляхом підвищення відсоткових ставок, що також ударить по інтересах підприємства і його працівників<sup>1</sup>. *На нашу думку, монетарне таргетування в Німеччині не лише простягалось значно далі, ніж правило Фрідмана, і швидше нагадувало більш гнучкий режим інфляційного таргетування, воно було більш ніж монетарним режимом – це був механізм координації ціноутворення. Цього б не було, якби інфляцію вважали винятково монетарним феноменом і не визнавали існування факторів інфляції з боку пропозиції.*

Перетворення очікувань інфляції на фактор інфляції у 1970-х роках спричинило революцію в економічній науці – "революцію раціональних очікувань" – і поклато початок якісно новому формулюванню і вирішенню проблеми довіри до грошової одиниці і ролі монетарної політики в її забезпеченні. Гіпотезу раціональних очікувань було сформулювало Дж.Мутон у статті "Раціональні очікування і теорія цінних коливань" (1961) у такому вигляді: "Очікування фірм (чи загалом розподіл суб'єктивних імовірностей певної ве-

<sup>1</sup> 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>

личини) мають тенденцію бути розподіленими для того ж набору інформації близько до передбачень теорії (чи "об'єктивного розподілу ймовірностей цієї величини") (1961. Р. 316). Тобто вчений обґрунтовував, що "середнє значення очікувань у галузі більш точне, ніж результат примітивних моделей, і таке ж точне, як результат складних систем рівнянь, хоча існують значні відмінності у точках зору між секторами" (Muth, 1961. Р. 316).

Перший крок до включення очікувань у макроекономічні моделі зробили Е.Фелпс (1967) та М. Фрідман (1968), що будували теорії природного рівня безробіття на основі скоригованої на очікування кривої Філіпса, у якій взаємозв'язок між фактичною інфляцією і безробіттям залежить від очікуваної інфляції. Лауреат Нобелівської премії з економіки 1995 р. Р. Лукас розвинув аналіз очікувань. Він показав, що економічна політика впливає на взаємозв'язки між макроекономічними змінними, тому кейнсіанський макроекономічний аналіз, побудований лише на дослідженні цих взаємозв'язків, може призвести до помилкових висновків (так звана "критика Лукаса") (Lucas, 1976). Р.Лукас будував свій аналіз на гіпотезі раціональних очікувань, відповідно до якої економічні агенти роблять найкращі з можливих за наявної інформації (включаючи знання про принципи функціонування економіки) прогнози майбутніх економічних подій. Одним із висновків теорії раціональних очікувань став висновок про ефективність виключно неочікуваної економічними агентами стимулюючої політики, оскільки вона не трансформується миттєво в зростання зарплат і цін. Зокрема, у своїй Нобелівській лекції Р.Лукас пише: "Очікувана монетарна експансія ... не має стимулюючого впливу на зайнятість і виробництво, описаного Д.Юмом. Неочікуване ж розширення грошової маси може стимулювати виробництво, а неочікуване її скорочення – депресію" (1995. Р. 262).

Втім, подальші дослідження впливу раціональності очікувань на ефективність макроекономічної політики привели до висновку, що раціональні економічні агенти усвідомлюють і передбачають навіть прагнення уряду скористатися перевагами неочікуваної зміни політики, що спричиняє втрату довіри до заяв регулятора щодо майбутньої політики. Цю проблему було сформульовано Ф.Кюдландом та Е.Прескоттом у 1977 р. у роботі "Правила проти дискреції: непослідовність оптимальних планів" як *часову непослідовність дискреційної політики*. Поняття динамічної непослідовності у теорії ігор означає ситуацію, коли в динамічній грі найкращий план гравця на певний майбутній період не буде оптимальним, коли цей період настає.

Якщо виходити з того, що органам, які проводять макроекономічну політику, можна довіряти, то здається, що надання їм свободи (дискреції) у проведенні економічної політики дасть змогу досягти кращих результатів, аніж слідування правилу. Справді, дискреційна політика є гнучкою, реагує на актуальні проблеми і виклики – головне, щоб державні мужі були достатньо компетентними і прагнули діяти на благо суспільства. Однак оптимальна з точки зору регулятора політика може виявитися неоптима-

льною для суспільства саме через те, що воно є достатньо раціональним, щоб передбачити майбутні "ходи" політиків. Г.Манків приводить як приклад політику держав щодо переговорів з терористами. Уряди багатьох держав неодноразово заявляють, що не вестимуть жодних перемовин з терористами з приводу умов звільнення заручників. При цьому держави розраховують, що це стримуватиме терористів від захоплення заручників, оскільки вони знатимуть, що будуть знищені. Коли все ж така подія настає, уряд не може відмовитися від порятунку заручників і йде на перемовини. Терористи знають це і продовжують практику захоплення заручників (Манків, 2000. С. 416–417).

Для представлення загальної ідеї часової непослідовності економічної політики використовується проста абстрактна модель з двома періодами:  $t - 1$  і  $t$ . В періоді  $t - 1$  уряд прагне досягти найкращого результату для економічних агентів у періоді  $t$ . Економічні результати у періоді  $t$  залежать не лише від політики, що проводиться у періоді  $t$ , але й від рішень приватного сектора, які він ухвалює в періоді  $t - 1$  (наприклад, щодо заощаджень і заробітних плат в періоді  $t$ ). Рішення приватного сектора в періоді  $t - 1$  залежать від очікувань щодо політики в періоді  $t$ . Ці очікування є раціональними. В періоді  $t - 1$  агенти приватного сектора розуміють фактори, що впливають на політику уряду в періоді  $t$  і опираються на ці знання у своїх прогнозах. Як зазначають Кюдланд і Прескотт, це не означає, що агенти можуть досконало передбачувати майбутню політику, а лише що вони розуміють, як рішення політиків змінюються внаслідок зміни економічних умов (1977. Р. 474).

Якщо уряд бере зобов'язання щодо майбутньої політики, то обирає політику періоду  $t$  під час періоду  $t - 1$  без можливості її пізніше змінити. Отже, оптимальний вибір політики, що робиться в періоді  $t - 1$ , братиме до уваги його вплив на рішення приватного сектора в періоді  $t - 1$ . Таким чином, політика уряду впливатиме на рішення приватного сектора, які він ухвалює під час періоду  $t - 1$ , які впливатимуть на економічні результати періоду  $t$ . Якщо ж уряд не бере в періоді  $t - 1$  зобов'язань щодо політики в періоді  $t$ , тобто проводить дискреційну політику, тоді у виборі політики на період  $t$  він не зможе врахувати рішення приватного сектора, ухвалені у періоді  $t - 1$ , адже коли він здійснюватиме цей вибір щодо політики, рішення приватного сектора в періоді  $t - 1$  вже будуть прийняті і він не зможе на них впливати. Тож рішення уряду щодо політики для періоду  $t$ , ухвалені в періоді  $t$  і в періоді  $t - 1$  у вигляді зобов'язань, будуть відрізнятися. Економічні результати дискреційної політики у цій моделі виявляються гіршими, ніж у політики, що проводиться відповідно до взятих наперед зобов'язань. Це впливає з того факту, що за раціональних очікувань політика періоду  $t$  досконало передбачається приватним сектором,

але з огляду на те, що приватний сектор ухвалює рішення раніше, ніж уряд, уряд не може вплинути на ці очікування. Іншими словами, ухвалюючи рішення щодо політики на період  $t$  в періоді  $t$ , уряд розв'язує оптимізаційну задачу, що не враховує всі ефекти політичного рішення<sup>2</sup>.

Цікаво, що в цьому випадку проблема недовіри до органу влади виникає не внаслідок конфлікту інтересів між державою і громадянами, а як імманентна проблема проведення політики в умовах раціональних очікувань<sup>3</sup>.

Ф.Кюдланд та Е.Прескотт формалізують проблему часової непослідовності і для монетарної політики. Монетарний регулятор також може оголосити про намір у майбутньому проводити політику низької інфляції, щоб сформувати відповідні очікування суб'єктів формування цін і зарплат, а в майбутньому, коли ці рішення на наступний рік уже ухвалені, спробувати проводити м'якшу монетарну політику, щоб досягти стимулюючого ефекту на зайнятість і випуск. Раціональні ж економічні агенти розуміють логіку проведення антициклічної політики і не повірять заявам монетарного регулятора, заклавши в контракти вищий рівень цін.

У їхній моделі центральному банку в будь-якому разі не вдається досягти перевищення фактичної інфляції над очікуваною, а отже, стимулюючого ефекту на економічну активність. Відмінність між ефектами політики жорстких зобов'язань щодо низької інфляції і дискреції буде лише у вищій інфляції в другому випадку. Тобто оптимальним виявляється перший тип політики.

Критика Лукаса, швидко здобувши визнання, націлила уряди на виконання нового амбітного завдання – оптимізації “дизайну” макроекономічної політики, що виконував би функцію інтегратора економічної політики та її сприйняття економічними агентами (Гриценко, Кричевська, 2005). На зміну інституту монетарного стандарту – сукупності інституцій і механізмів управління грошовою пропозицією за допомогою її прив'язки до стабільного засобу обміну – прийшов інститут монетарного режиму, в основі якого лежить взаємна залежність монетарної політики і її сприйняття суспільством. А. Лейонгфвуд визначає монетарний режим як “по-перше, систему очікувань, що обумовлює поведінку суспільства, а по-друге – послідовний характер поведінки монетарної влади, що підтримує ці очікування” (1984. Р. 95).

Після публікації моделей Кюдленда–Прескотта і Барро–Гордона в науковій літературі пропонувалися різні інституційні способи вирішення проблеми часової непослідовності монетарної політики. Самі Ф. Кюдланд і Е. Прескотт рекомендували відмовитися від дискреційної політики на користь правил – так накладених зобов'язань щодо майбутньої політики ре-

<sup>2</sup> 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/](http://www.nobel.se/economics/). P. 5.

<sup>3</sup> Ibid. P. 2.

гулятора, щоб суспільство повірило у їх дотримання. На думку вчених, "у демократичному суспільстві правила мають бути простими і зрозумілими, щоб одразу було видно, коли політик відхиляється від оголошеної політики" (Kydland, Prescott, 1977. P. 487). Таким евристичним правилом стало згодом інфляційне таргетування. Іншим політичним розв'язком проблеми часової непослідовності було призначення очільників центральних банків зі стійкою і потужною репутацією борця з інфляцією або завоювання центральним банком такої репутації для інституції загалом.

Таким чином, у проблемі довіри до грошової одиниці ключову роль почала набувати довіра до монетарної політики. З 1980-х р. дослідження, присвячені довірі у грошовій сфері, у західних країнах стосуються саме поняття *"credibility of monetary policy"* – *надійності монетарної політики або її здатності викликати довіру*. Вперше термін *"credibility of the demand management policy"* – здатність політики управління попитом викликати довіру – зустрічаємо в роботі У. Феллнера "Ефект надійності та раціональні очікування" (1979), в якій учений доводив, що дезінфляція досягається ціною менших втрат, якщо суспільство вірить в ефективність макроекономічної політики. Він аналізував той період, коли політика дискреційного управління сукупним попитом в США досягла свого апогею, а інфляція – загрозливих двозначних величин. Суспільство в той час не вірило в здатність і готовність держави зупинити інфляцію, і це відбивалося на його поведінці і в появі різноманітних "надбавок за ризики". Виходом, на думку У. Феллнера, могла стати відмова від дискреційного управління сукупним попитом на користь послідовної дезінфляції.

Згодом, коли центральні банки почали проводити дедалі послідовнішу антиінфляційну політику, здатність монетарної політики викликати довіру (*credibility of monetary policy*) стала трактуватися не як рівень віри в ефективність обраної моделі проведення політики, а як *відповідність суспільних уявлень про політику тому, як політика проводиться насправді, і тому, як вона офіційно описується центральним банком* (McCalum, 1984. P. 1). У численних емпіричних дослідженнях цей показник оцінюють як один із факторів, що впливає на інфляційні очікування, а отже, на ефективність монетарної політики. Зокрема, автори однієї із недавніх таких робіт М. Бордо і П. Сіклос оцінюють "надійність політики на основі того, як дії і режими монетарної політики відбиваються в деякому показнику, що представляє інфляційні очікування" (2015. P. 3).

### **Висновки**

Логіку еволюції ролі монетарної політики як інституту забезпечення стабільності грошової одиниці і банківської системи з VII ст. до н.е. по 1970-ті рр. можна викласти таким чином:

– рекурсивна підтримка довіри до грошової одиниці і довіри до особи суверена, що карбував гроші (засвідчував зливки);

– забезпечення незмінної якості і ваги монет інститутом депозитно-розрахункових банків для отримання конкурентних переваг економіки у сприянні торгівлі;

– забезпечення довіри до грошової одиниці через максимальне сприяння центральними банками зовнішній експансії держави; при цьому внутрішнім інституційним обмеженням для монетарного стимулювання у центральних банків була мета збереження власного банківського бізнесу;

– поява неформальної функції забезпечення стабільності банківської системи через те, що державницька місія центральних банків поставила їх у привілейоване становище у порівнянні з іншими банками і призвела до утворення централізованої системи резервування;

– саморегульвний металевий стандарт як втілення віри в більшу ефективність ринків, ніж держави, в умовах відсутності серйозних військових загроз і обмеженого виборчого права, що забезпечувало відсутність альтернативних макроекономічних цілей;

– перетворення зовнішньої довіри до золотих паритетів в основу внутрішньої довіри до грошової одиниці в умовах посилення міжнародної кооперації, що давало доступ до міжнародної допомоги в умовах криз і запобігало деструктивним спекулятивним потокам капіталу;

– вихід цілі збереження суспільної стабільності в умовах випробувань Першої світової війни і внутрішніх макроекономічних цілей, коло яких збільшилося в умовах розширення виборчого права і представлення інтересів робітників у політиці, на передній план порівняно з зовнішньою довірою до грошової одиниці;

– специфіка викликів, які вимагали відповіді держави (Велика депресія, Друга світова війна, післявоєнна відбудова) в умовах значного ослаблення зв'язку грошей із золотом, зробили довіру до держави, до державної економічної і фінансової політики основою довіри до грошової одиниці. Роль монетарної політики у забезпеченні довіри до грошової одиниці зведено до забезпечення монетизації бюджетних дефіцитів, зменшення державного боргу і запобігання інфляції шляхом кредитного і валютного контролю;

– відновлення ролі ринків із завершенням повоєнної відбудови, що означало більш вільне ціноутворення і актуалізацію проблеми інфляції. Пошук оптимальних для різних інституційних середовищ моделей взаємодії монетарної і фінансової політики у забезпеченні довіри до грошової одиниці;

– поява впливових суб'єктів ціноутворення (монополістів і профспілок), що посилювало розмежування відповідальності за інфляцію між монетарною, фінансовою і політикою доходів;

– посилення ролі західних держав у стимулюванні економічної активності і забезпеченні соціального захисту у протистоянні з соціалістичним



блоком, що породило розподіл ролей монетарної і фінансової політики і в стимулюванні економічного зростання;

– досягнення певного рубежу екстенсивного економічного зростання і відповідно його монетарного стимулювання, і рубежу, коли поведінка економічних агентів змінюється унаслідок тривалої дискреційної політики. Перетворення інфляційних очікувань на самостійний фактор інфляції, що зводить нанівець спроби монетарного стимулювання. Зведення проблеми забезпечення довіри до грошової одиниці до довіри до монетарної політики, точніше – довіри до зобов'язань щодо низької інфляції, взятих на себе інститутом, наділеним законодавчим мандатом на забезпечення цінової стабільності.

### Література

- Бернштейн, 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.
- 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.

### 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)
- Hrytsenko, A., Krychevska, T. (2005). *Monetarna stratehiia: shliakh do efektyvnoi hroshovo-kredytnoi polityky. Stattia persha. Neobkhdnist i peredumovy formuvannia monetarnoi stratehii yak formy komunikatsii tsentralnykh bankiv* [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]. *Visnyk NBU*, 11, 8–18. (In Ukrainian)
- Krychevska, T.O. (2015). *Istoriia instytutiv hroshovo-kredytneho rehuliuвання SShA. Stattia 2. Federalna rezervna sistema u poshukakh balansu mizh funktsiiamy 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). *Istoriia instytutiv hroshovo-kredytneho 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). *Istoriia instytutiv hroshovo-kredytneho 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)
- Krychevska, T.O. (2016v). *Monetarna polityka yak element suspilnoho dohovoru: lohiko-istorychnyi analiz* [Monetary policy as part of social contract: the logical and historical analysis]. *Ekonomist*, 5, 4–11. (In Ukrainian)
- Mankiv, G. (2000). *Makroekonomika* [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 izdaniia Nemeckogo federal'nogo banka, 7. 123 p. (In Russian)
- 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". (In Russian)
- 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: Socium. (In Russian)
- 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.
- 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.

*Надіслано до редакції 25.07.2017*

---

---

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

*Tetiana Krychevska*

**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.