

СВІТОВА ЕКОНОМІКА ТА МІЖНАРОДНІ ВІДНОСИНИ

УДК 330.342

ЕФЕКТИВНІСТЬ МЕХАНІЗМІВ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ

© 2016 МІЗЮК Б. М., КІТЦ Р. Р.

УДК 330.342

Мізюк Б. М., Кітц Р. Р.

Ефективність механізмів забезпечення фінансової стабільності в розвинутих країнах

Мета статті – виявлення взаємозв'язків між монетарною політикою і довгостроковою фінансовою стабільністю. Головним методом дослідження є ретроспективний аналіз макроекономічних і фінансових показників США й інших розвинутих країн. Показано, що ані неокейнсіанські, ані монетаристські підходи не здатні забезпечити одночасно довгострокову фінансову стабільність із низькими рівнями волатильності ВВП та інфляції. Крім того, політика інфляційного таргетування в розвинутих країнах не здатна усунути ризик значних макроекономічних рецесій. Стверджено, що причиною цих рецесій є зростання системного ризику через концентрацію фінансових ресурсів у банківському секторі та у власників нефінансових корпорацій. Ця концентрація має два ефекти: 1) зростання морального ризику при кредитуванні; 2) зменшення купівельноспроможного попиту з боку домогосподарств. Перерозподіл фінансових ресурсів між різними групами макроекономічних агентів не відбувається за короткий проміжок часу, а є результатом довгострокової монетарної політики. Оскільки сучасна економічна статистика має певні методологічні проблеми з розрахунком коефіцієнта Джині, в статті для дослідження динаміки нерівномірності розподілу фінансових ресурсів у США запропоновано такий показник, як частка заробітної плати у ВВП. Проведений ретроспективний аналіз монетарної політики США показав, що з поля зору регуляторів випадає важливий системний показник, який характеризує рівномірність розподілу фінансових ресурсів між макроекономічними агентами. Від розподілу фінансових ресурсів залежить розподіл ризиків у макроекономічній системі, що визначає її фінансову стабільність. У статті обґрунтовано необхідність розроблення методів монетарної політики, які б одночасно мінімізували волатильність ВВП, інфляцію та підтримували рівномірність розподілу фінансових ресурсів на прийнятному рівні.

Ключові слова: макроекономічна система, макроекономічні агенти, фінансова стабільність, інфляційне таргетування, монетарна політика, неокейнсіанська теорія, правило Тейлора.

Рис.: 6. **Формул.:** 2. **Бібл.:** 9.

Мізюк Богдан Михайлович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри інформаційних систем у менеджменті, Львівський торговельно-економічний університет (вул. Туган-Барановського, 10, Львів, 79005, Україна)

E-mail: MizjukBogdan@mail.ru

Кітц Рудольф Рудольфович – здобувач кафедри інформаційних систем у менеджменті, Львівський торговельно-економічний університет (вул. Туган-Барановського, 10, Львів, 79005, Україна)

E-mail: rudolf.kitz@meta.ua

УДК 330.342

UDC 330.342

Мізюк Б. М., Кітц Р. Р. Эффективность механизмов обеспечения финансовой стабильности в развитых странах

Цель статьи – выявление взаимосвязей между монетарной политикой и долгосрочной финансовой стабильностью. Главным методом исследования является ретроспективный анализ макроекономических и финансовых показателей США и других развитых стран. Показано, что ни неокейнсианские, ни монетаристские подходы не способны обеспечить одновременно долгосрочную финансовую стабильность с низкими уровнями волатильности ВВП и инфляции. Кроме того, политика инфляционного таргетирования в развитых странах не способна устранить риск значительных макроекономических рецессий. В статье утверждается, что причиной этих рецессий является рост системного риска из-за концентрации финансовых ресурсов в банковском секторе и у владельцев нефинансовых корпораций. Эта концентрация имеет два эффекта: 1) рост морального риска при кредитовании; 2) уменьшение платежеспособного спроса со стороны домохозяйств. Перераспределение финансовых ресурсов между разными группами макроекономических агентов не происходит за короткий промежуток времени, а является результатом долгосрочной монетарной политики. Поскольку современная экономическая ста-

Mizjuk B. M., Kitz R. R. Efficiency of Mechanisms for Ensuring Financial Stability in Developed Countries

The aim of the article is to identify relationships between the monetary policy and long-term financial stability. The main method of the study is retrospective analysis of macroeconomic and financial performance of the United States and other developed countries. It has been shown that neither Neo-Keynesian nor monetarist approaches are able to provide long-term financial stability under simultaneous low levels of volatility of GDP and inflation. In addition, the policy of inflation targeting in developed countries is not able to eliminate the risk of significant macro-economic recessions. The article states that the cause of the recessions is a systemic risk growth due to concentration of financial resources in the banking sector and in the hands of owners of non-financial corporations. This concentration has two effects: 1) growth of moral hazard at crediting; 2) decrease in the effective demand on the part of households. Redistribution of financial resources among different macro-economic groups of agents does not happen in a short period of time and is a result of the long-term monetary policy. Since the modern economic statistics has certain methodological problems with calculation of the Gini coefficient, such indicator as a share of wages in GDP is proposed in the article for studying the dynamics of uneven distribution of

тистика имеет определенные методологические проблемы с расчетом коэффициента Джини, в статье для исследования динамики неравномерности распределения финансовых ресурсов в США предложен такой показатель, как часть заработной платы в ВВП. Проведенный ретроспективный анализ монетарной политики США показал, что из поля зрения регуляторов выпадает важный системный показатель, характеризующий равномерность распределения финансовых ресурсов между макроэкономическими агентами. От распределения финансовых ресурсов зависит распределение рисков в макроэкономической системе, что определяет ее финансовую стабильность. В статье обоснована необходимость разработки методов монетарной политики, которые бы одновременно минимизировали волатильность ВВП, инфляцию и поддерживали равномерность распределения финансовых ресурсов на приемлемом уровне.

Ключевые слова: макроэкономическая система, макроэкономические агенты, финансовая стабильность, инфляционное таргетирование, монетарная политика, неокейнсианская теория, правило Тейлора.

Рис.: 6. **Формул.:** 2. **Библ.:** 9.

Мизюк Богдан Михайлович – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой информационных систем в менеджменте, Львовский торгово-экономический университет (ул. Туган-Барановского, 10, Львов, 79005, Украина)

E-mail: MizjukBogdan@mail.ru

Китц Рудольф Рудольфович – соискатель кафедры информационных систем в менеджменте, Львовский торгово-экономический университет (ул. Туган-Барановского, 10, Львов, 79005, Украина)

E-mail: rudolf.kitz@meta.ua

financial resources in the United States. The conducted retrospective analysis of the US monetary policy showed that an important system indicator of uniformity of financial resources distribution among macroeconomic agents falls out of sight of regulators. Distribution of macroeconomic risks depends on distribution of financial resources in the system, which determines its financial stability. The article justifies the need for developing the monetary policy methods that would simultaneously minimize the volatility of the GDP, inflation and maintain a uniform distribution of financial resources at an acceptable level.

Keywords: macroeconomic system, macroeconomic agents, financial stability, inflation targeting, monetary policy, New Keynesian theory, Taylor rule.

Fig.: 6. **Formulae:** 2. **Bibl.:** 9.

Mizjuk Bohdan M. – Doctor of Science (Economics), Professor, Head of the Department of Information Systems in Management, Lviv University of Trade and Economics (10 Tuhan-Baranovskoho Str., Lviv, 79005, Ukraine)

E-mail: MizjukBogdan@mail.ru

Kitz Rudolf R. – Applicant of the Department of Information Systems in Management, Lviv University of Trade and Economics (10 Tuhan-Baranovskoho Str., Lviv, 79005, Ukraine)

E-mail: rudolf.kitz@meta.ua

Постановка проблеми. Для фінансової стабілізації своїх макроекономічних систем усі країни з ринковою економікою застосовують одні й ті самі інструменти макроекономічного регулювання. Проте застосування цих інструментів відбувається або в межах неокейнсіанської школи, або на основі монетаристської теорії. Фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. і подальше уповільнення темпів світового економічного зростання показали, що країнам із низьким рівнем розвитку через МВФ та інші світові фінансові організації нав'язуються монетаристські механізми фінансової стабілізації. При цьому розвинуті країни для подолання кризових наслідків використовують неокейнсіанські підходи до регулювання своїх економік. На сучасному етапі розвитку економічна теорія не може раціонально обґрунтувати наведену різницю в підходах до макроекономічного регулювання. Відповідно, необхідно ретроспективно дослідити ефективність механізмів фінансової стабілізації при виході з криз для країн із різним рівнем розвитку. Це дозволить теоретично обґрунтувати доцільність застосування тієї чи іншої концепції для макроекономічного регулювання. Особливе значення для забезпечення фінансової стабільності має саме монетарна політика, хоча Ларс Свенсон [1] та ряд інших науковців окремо розрізняють монетарну політику та політику фінансової стабілізації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У науковій літературі немає єдиного підходу до трактування поняття фінансової стабільності, а отже, не існує єдиного переліку показників фінансової стабільності. Тому у науковців є можливість широкого вибору макроекономічних,

фінансових, банківських та інших показників. Така свобода вибору породжує питання про те, за якими конкретними показниками фінансової стабільності оцінювати ефективність механізмів її досягнення. Якщо один механізм ефективний за певним переліком показників фінансової стабільності, то достатньо змінити цей перелік, і цей механізм може виявитися неефективним. Питання визначення понять і показників фінансової та макроекономічної стабільності макроекономічної системи детально висвітлені у статті Китц Р. Р. [2, с. 250–251], проте такий поділ все одно залишається дискусійним. Наприклад, частина науковців фінансову стабільність ототожнює лише зі стабільністю фінансового сектора макроекономічної системи, тому і виділяють окремо показники макроекономічної та фінансової стабільності, а інші науковці розуміють фінансову стабільність як низький рівень системного ризику у фінансовому та реальному секторах і здатність фінансової системи пом'якшувати шоки в реальному секторі економіки [3, с. 18]. Якщо виходити з останнього визначення, то немає потреби розділяти показники макроекономічної та фінансової стабільності. Саме такий підхід і використовується в офіційних документах МВФ [4, с. 9]. Дискусійним також залишається навіть питання про взаємозв'язки монетарної політики та фінансової стабільності. Тому деякі науковці розрізняють монетарну політику та політику фінансової стабілізації. Монетарна політика у формі гнучкого інфляційного таргетування має на меті стабілізувати інфляцію на цільовому рівні і забезпечити використання ресурсів на оптимальному рівні. В нормальних умовах монетарна політика використовує такі інструменти, як облікова ставка,

оприлюднення прогнозів з інфляції і рівня зростання ВВП. У кризових умовах монетарна політика може використовувати такі інструменти: фіксовані ставки по довгострокових кредитах, купівля неліквідних банківських активів, інтервенції на валютному ринку тощо. Цілями ж політики фінансової стабілізації (макропруденційного регулювання) є забезпечення фінансової стабільності всієї макроекономічної системи. В нормальних умовах державні інституції використовують такі інструменти: нагляд за банківським сектором і ринком фінансових послуг, правове регулювання діяльності ринкових суб'єктів, оприлюднення звітів про фінансову стабільність із аналізуванням провідних макроекономічних індикаторів, які можуть сигналізувати про загрозу фінансовій стабільності. У кризові періоди політика фінансової стабілізації передбачає рефінансування комерційних банків, кількісне пом'якшення, спеціальні режими функціонування проблемних фінансових посередників, використання урядових гарантій під позики, вливання капіталу в проблемні банки, корпорації з боку уряду тощо [1, с. 59]. В практичному аспекті сучасна монетарна політика розвинутих країн повинна забезпечувати не тільки фінансову стабільність, а вже і макроекономічну стабільність. Зокрема, Базель III передбачає обов'язок банків формувати контрциклічний буфер капіталу, який повинен використовуватися для кредитування реального сектора в періоди падіння економіки для мінімізації амплітуди макроекономічних коливань. Центральні банки повинні визначити режими формування і використання контрциклічного буфера капіталу. Таким чином, фінансова система буде стабілізувати макроекономічну систему країни, що посилять вже фінансову стабільність. Процес формування контрциклічного буфера в банківських системах розвинутих країн тільки розпочався, тому ми не можемо судити про ефективність цього механізму.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Сучасна економічна теорія має різні течії, і, коли відбувається практична імплементація тих чи інших підходів, виникають дебати щодо результатів макроекономічної та монетарної політик. Історичний досвід показує, що в боротьбі сучасних кейнсіанських та монетаристських теорій важко визначити переможця. Змоделювати макроекономічну систему навіть у межах однієї економічної концепції можна по-різному, тому і рекомендації для макроекономічної політики будуть різними. Часто в основі цих моделей лежать припущення, які або відірвані від реальності, або не мають статистичного обґрунтування. На нашу думку, такий стан в економічній теорії є причиною того, що на практиці важко оцінити ефективність механізмів забезпечення фінансової стабільності. Якщо, наприклад, перші три роки уряд дотримувався монетаристських підходів, наступні три роки – некейнсіанських, а на сьомий рік Україні виникла криза, то монетаристи скажуть, що причина в некейнсіанських підходах, а кейнсіанці скажуть, що причина кризи була закладена під час монетаристського регулювання. Тому дебати можуть тривати вічність, але за ними втрачається бачення динаміки реальних макроекономічних процесів, які впливають на фінансову стабільність усієї макроекономічної системи. В цій статті нами зроблено спробу розібратися, які реальні довгострокові макроекономічні процеси відбуваються в результаті монетарної

політики. З нашої точки зору, монетарна політика – це не про те, як і коли стимулювати чи стримувати інвестиції та заощадження (це лише інструменти), а про те, як і в яких пропорціях розподіляються гроші, ресурси та ризики між агентами макроекономічної системи.

Мета статті. Головною метою цієї роботи є виявлення за допомогою ретроспективного аналізу взаємозв'язків між монетарною політикою та фінансовою стабільністю. Це дозволить розробити рекомендації для довгострокової монетарної політики, яка сприятиме досягненню оптимального рівня фінансової стабільності у країнах з різним рівнем розвитку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Для забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності уряди держав можуть використовувати інструменти фінансової та монетарної політик. На сучасному етапі розвитку розвинути країни використовують зазначені інструменти в межах неокейнсіанської школи. Основним методом забезпечення фінансової стабільності в розвинутих країнах є регулювання процентної (облікової) ставки. Неокейнсіанська модель передбачає регулювання процентної ставки за допомогою правила Тейлора, яке описується такою формулою:

$$r_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y (y_t - y_t^*), \quad (1)$$

де r_t – короткострокова номінальна процентна ставка;
 r_t^* – рівноважна реальна процентна ставка;
 π_t – рівень інфляції або дефлятор ВВП;
 π_t^* – цільовий рівень інфляції;
 y_t – темп приросту реального ВВП;
 y_t^* – потенційний темп приросту ВВП на рівноважному шляху зростання;
 α_π – коефіцієнт врахування відхилення інфляції від цільового рівня;
 α_y – коефіцієнт врахування відхилення рівня приросту реального ВВП від рівня його приросту на рівноважному шляху зростання економіки.

Єдиного стандарту для встановлення коефіцієнтів α_π і α_y не існує, крім того, деякі економісти доповнюють правило Тейлора додатковими параметрами, які характеризують фінансовий ринок, ціни на ринку нерухомості тощо. В статті Вудфорда М. [5, с. 17] на основі неокейнсіанської моделі показано доцільність включення в цільову функцію монетарної політики, крім ВВП-розриву та відхилення інфляції від цільового рівня, параметра фінансової стабільності. Проте в статті Вредіна А. [6, с. 8] показано, що досягнення довгострокової фінансової стабільності в короткостроковій перспективі може призвести до посилення волатильності інфляції та ВВП. Більшість економістів рекомендують встановлювати ці коефіцієнти таким чином: $\alpha_\pi = 0,5$ і $\alpha_y = 0$. Цей вибір обумовлюється тим, що для визначення потенційного темпу приросту ВВП часто використовується фільтр Ходріка-Прескота, який погано працює у режимі реального часу. Також потенційний темп приросту ВВП відображається в рівноважній реальній процентній ставці, тому для усунення проблеми оперативного розрахунку ВВП-розриву $(y_t - y_t^*)$ α_y можна надати значення 0. Значення α_π на рівні 0,5 означає, що при зростанні інфляції понад цільове значення на 1 процентний пункт номінальна процентна ставка повинна зрости на 1,5 про-

центного пункту. Механізм дії цього правила на економіку такий: зростання номінальної процентної ставки випереджувальними темпами щодо інфляції стимулює зростання заощаджень, оскільки банківські депозити стають більш привабливими, як наслідок – грошова маса спрямовується не на ринки товарів, робіт і послуг, а у фінансовий сектор, що зменшує інфляцію.

Сучасні статистичні дані розвинутих країн дають змогу відслідкувати вплив таргетування інфляції на їх економічний розвиток. На рис. 1, наведеному нижче, показано динаміку темпів приросту реального ВВП та рівня інфляції США.

При цьому треба зазначити, що таргетування інфляції за правилом Тейлора в США опосередковано можна простежити з 1979 року [7], а про пряме таргетування в офіцій-

них документах ФРС згадується тільки з січня 2012 року, де цільовий рівень інфляції становить 2 %. Рационального пояснення, чому саме 2 %, в сучасній макроекономічній теорії не існує. Якщо виходити з рівняння Фішера, то цільовий рівень інфляції повинен розраховуватися за формулою:

$$\pi_t^* = \frac{M \cdot v}{Q} - P_0, \quad (2)$$

де M – довгострокове стабільне значення кількості грошей в обігу;

v – довгострокове прогнозне значення швидкості обороту грошей;

Q – довгострокове прогнозне значення кількості виготовлених товарів, робіт та послуг в економіці;

P_0 – теперішній рівень цін в економіці.

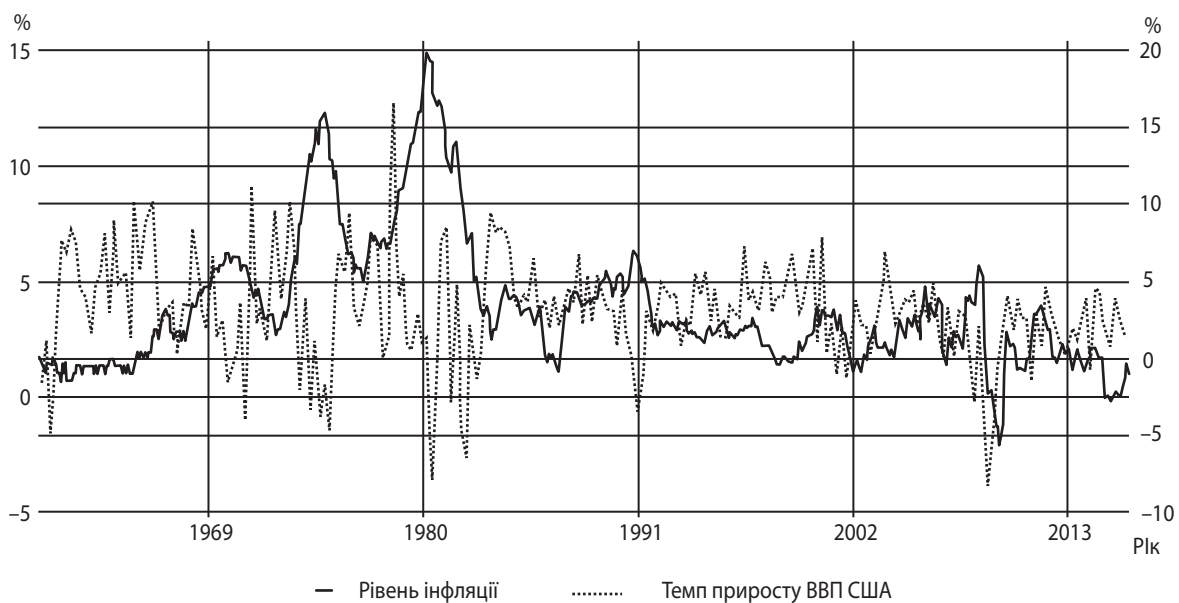


Рис. 1. Рівень інфляції та темп приросту ВВП США

Таким чином, цільовий рівень інфляції повинен відображати прогнози центрального банку щодо довгострокового рівня ВВП та швидкості обертання грошей (ділової активності) з урахуванням запланованої довгострокової монетарної політики. На практиці важко спрогнозувати стан макроекономічної системи в довгостроковій перспективі, тому, на нашу думку, цільовий рівень інфляції обирається центральними банками адаптивно, виходячи з попереднього досвіду функціонування економіки. Саме тому в принципових нормативних актах країн, які таргетують інфляцію, не прописується обов'язок центральних банків дотримуватися визначених цільових рівнів інфляції у своїх монетарних політиках. Центральні банки мають повну свободу щодо зміни цільових рівнів інфляції. Вплив таргетування інфляції на динаміку ВВП та рівень інфляції США можна простежити на рис. 1.

З рис. 1 видно, що після 1984 р. волатильність ВВП та інфляція в США значно зменшилися. В статті [7, с. 23–24] показано, що до 1979 р. ФРС підвищувала номінальну процентну ставку на меншу величину, ніж зростання очікуваної інфляції, що означало зменшення реальної процентної ставки (див. рис. 2).

З рис. 2 видно, що після 1979 р. номінальна процентна ставка змінювалася таким чином, щоб різко зростала реальна процентна ставка. Проста неокейнсіанська модель із негнучкими цінами передбачає, що політика, яка велася до 1979 р., повинна спричинити більшу волатильність ВВП та інфляцію, ніж політика, яка велася у пізніші періоди. Як видно з рис. 1, теоретичний висновок неокейнсіанської моделі підтверджується статистичними даними по США. Автори статті [7, с. 23] стверджують, що саме монетарна політика, яка велася до Пола Волкера (до 1979 р.), є причиною макроекономічної нестабільності кінця 60-х і 70-х років. При цьому автори згаданої статті не можуть пояснити, чому така політика велася. Щодо досвіду інших країн, то в статті [8, с. 248] показано, що для вибірки з 23 розвинутих країн, 9 з яких відкрито таргетують інфляцію, існує вибір між волатильністю інфляції та волатильністю ВВП. Це означає, що монетарна політика може забезпечити зменшення волатильності тільки одного показника – ВВП або інфляції. Отже, таргетування інфляції навіть для розвинутих країн може означати підвищення волатильності ВВП. Проте емпіричні дані по США, Канаді та Ізраїлю показують, що таргетування інфляції в цих країнах дозволи-

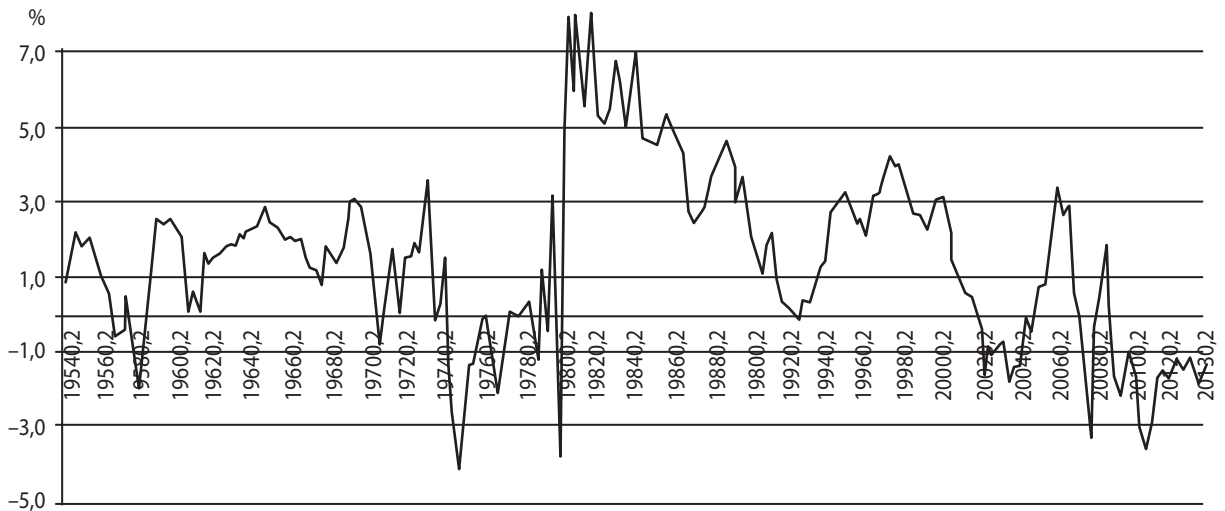


Рис. 2. Реальна процентна ставка в США

до одночасно зменшити волатильність інфляції та ВВП. Сучасні неокейнсіанські моделі динамічної стохастичної загальної рівноваги [9, с. 35], які охоплюють фінансові ризики, показують, що в економіці із значними «фінансовими тертями» монетарна політика не може досягти всіх цілей макроекономічної та фінансової стабілізації. У той же час пріоритет повинен віддаватися стабілізації інфляції, навіть ціною значного зростання волатильності ВВП. Ми припускаємо, що США, Канаді та Ізраїлю вдалося досягти одночасної стабілізації ВВП та інфляції, тому що в цих країнах на фінансових та інших ринках присутня найбільш ідеальна конкуренція порівняно з іншими розвинутими країнами. Забезпечення ідеальної конкуренції на вказаних ринках є результатом якісної роботи відповідних регулюючих інституцій. Ідеальна конкуренція зменшує «фінансові тертя», що дозволяє одночасно стабілізувати волатильність ВВП та інфляцію.

Зменшення реальної процентної ставки в США в період до Пола Волкера, на нашу думку, можна пояснити та-

ким чином: керівництво ФРС хотіло, щоб грошова маса перетікала з фінансового сектора в реальний сектор економіки так, щоб зростала частка трудових доходів населення, а не доходи власників фінансових ресурсів. Після Другої світової війни в США активно розвивався банківський сектор і фондовий ринок, тому з покращенням добробуту у населення з'явилася можливість активно інвестувати кошти. Якщо в такій ситуації тримати реальну процентну ставку високою, то необхідною умовою стабільності фінансового сектора стає наявність високих темпів зростання ВВП для забезпечення нарахованих процентів. Досягнення високих стабільних темпів зростання ВВП є важким завданням, особливо для розвинутих країн, де нормальним вважається 2% зростання ВВП на рік. Тому, на нашу думку, однією з причин утримування низької реальної процентної ставки протягом 50–70-х рр. було бажання ФРС компенсувати швидке зростання фінансового сектора. Про зростання фінансового сектора США можна судити за динамікою персональних процентних доходів (рис. 3).

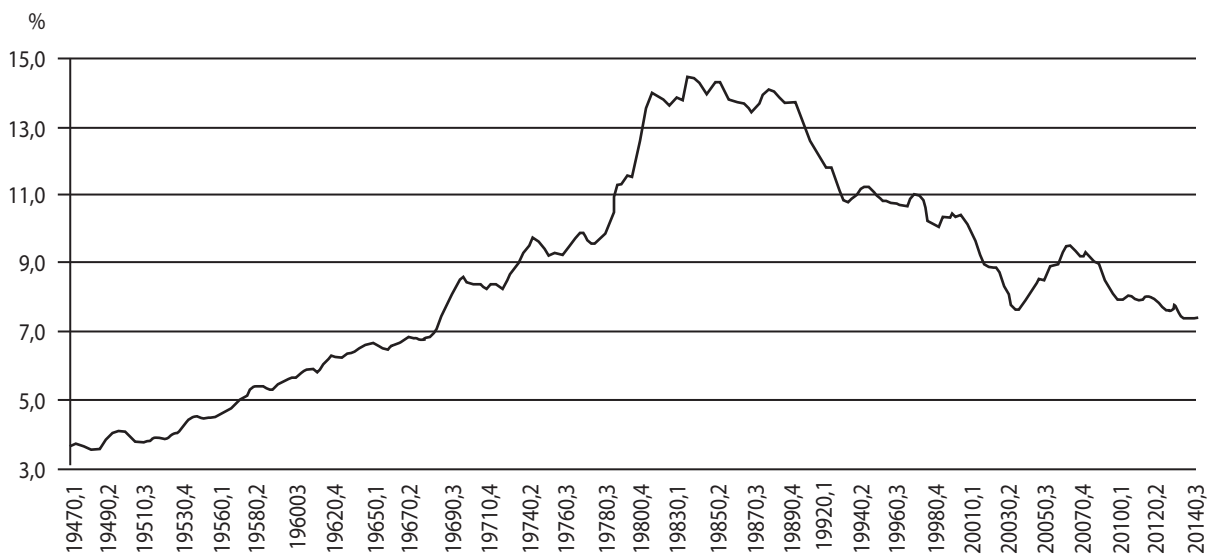


Рис. 3. Частка персональних процентних доходів у ВВП США

З рис. 3 видно, що, незважаючи на низьку реальну процентну ставку протягом 50–70-х рр., частка персональних процентних доходів у ВВП США активно зростала. Власник фінансових ресурсів у США в кінці 60–70-х рр. XX століття потрапляв у ситуацію, коли нести гроші в банк на

депозит не вигідно, а інвестування приносило більші проценти, хоч із більшим ризиком через значну волатильність ВВП. Тому частка приватних інвестицій у ВВП США мала чіткий тренд на зростання до 1985 р. (рис. 4), хоч приватні інвестиції і є сильно волатильною величиною.

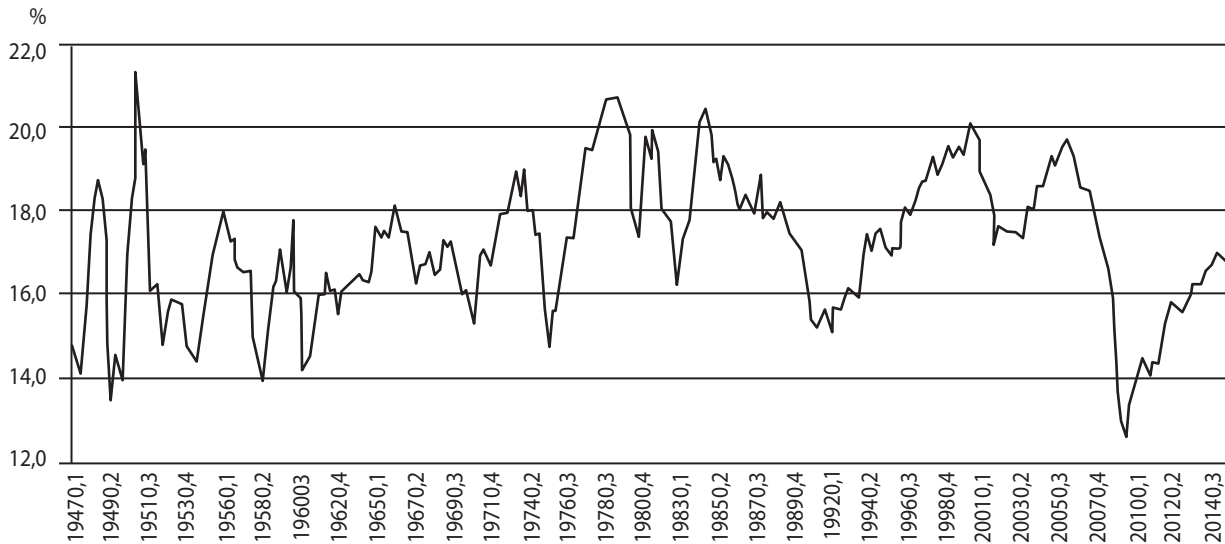


Рис. 4. Частка приватних інвестицій у ВВП США

З рис. 4 видно, що після 1985 р. локальні мінімуми частки приватних інвестицій у ВВП США співпадають із макроекономічними кризами початку 1990–2000-х рр. і кризою 2009 року. Тому зменшення частки приватних інвестицій у першому півріччі 2016 р. може сигналізувати про початок рецесії у США.

Протягом 80-х років реальна процентна ставка була високою, але частка персональних процентних доходів у ВВП залишалась незмінною. Таке можливе тільки при невиконанні боргових зобов'язань. Історія 1980-х рр. підтверджує це припущення такими фактами: 1) протягом 1982–1983 рр. збанкрутувало понад 90 банків; 2) у 1984 р. для порятунку сьомого за величиною банку було виділено понад 4 млрд дол. США; 3) протягом 1980–1983 рр. збанкрутувало понад 100 ощадно-кредитних установ; 4) протягом 1980-х рр. зросла кількість дефолтів за корпоративними цінними паперами. Тому не дивно, що така ситуація призвела до рецесії у 1990–1991 рр. У подальшому реальна процентна ставка не піднімалася вище 4 %, що очікувано призвело до поступового зменшення частки персональних процентних доходів у ВВП США (рис. 3). Утримання високої реальної процентної ставки протягом 80-х років мало такі наслідки: 1) скорочення споживчого кредитування, що зменшило інфляцію, яка була занадто високою на той час (рис. 1); 2) перерозподіл фінансових ресурсів на користь власників капіталів, що спричинило падіння частки заробітної плати у ВВП (рис. 6). Також високі проценти у 80-ті роки посприяли тому, що фінансові ресурси перерозподілились на користь банківського сектора, а не на користь домогосподарств, які є власниками корпоративних реальних секторів економіки. Підтвердженням цього є динаміка частки корпоративних прибутків у ВВП США (рис. 5). Саме у 80-ті роки частка корпоративних прибутків у ВВП США

є мінімальною та найменш волатильною протягом 1947–2015 рр., при цьому очікувано падає частка приватних інвестицій (рис. 4, 5). В подальшому надлишок фінансових ресурсів банківського сектора спрямовувався на спекулятивні ринки, тому всі наступні кризи носили фінансовий характер. З рис. 5 видно, що після 80-х років динаміка корпоративних прибутків стає більш волатильною. На нашу думку, це пов'язано з тим, що корпорації стали більше залежати від банківського капіталу, тому навіть можна простежити банківський кредитний цикл – чергування 4 років зростаючого тренду і 4 років падіння частки корпоративних прибутків у ВВП через отримання та повернення кредитів. Також це збільшення довгострокової волатильності корпоративних прибутків у США можна пояснити тим, що інвестиційні рішення приймаються меншою кількістю макроекономічних агентів із більшим моральним ризиком.

З рис. 5. видно, що після 1996 р. локальні мінімуми частки корпоративних прибутків у ВВП США співпадають з макроекономічними кризами 2000-х років і кризою 2009 року. Тому зменшення частки корпоративних прибутків у першому півріччі 2016 р. також може сигналізувати про початок рецесії в США у 2017 р. Треба зазначити, що в першому кварталі 2016 р. частка проблемних комерційних кредитів становила 1,25 %, а в четвертому кварталі 2015 р. – 0,77 %. Такий різкий приріст на 62 % частки проблемних комерційних кредитів в США пояснюється різким падінням корпоративних прибутків (рис. 5). Зростання частки проблемних кредитів веде до скорочення кредитування, що може спричинити макроекономічну кризу. Коли купівельноспроможний попит низький, корпоративні прибутки падають, а банки втрачають ініціативу до кредитування, то держава, на нашу думку, має право звернутися до класичних кейнсіанських методів виходу з кризи. Зокрема,

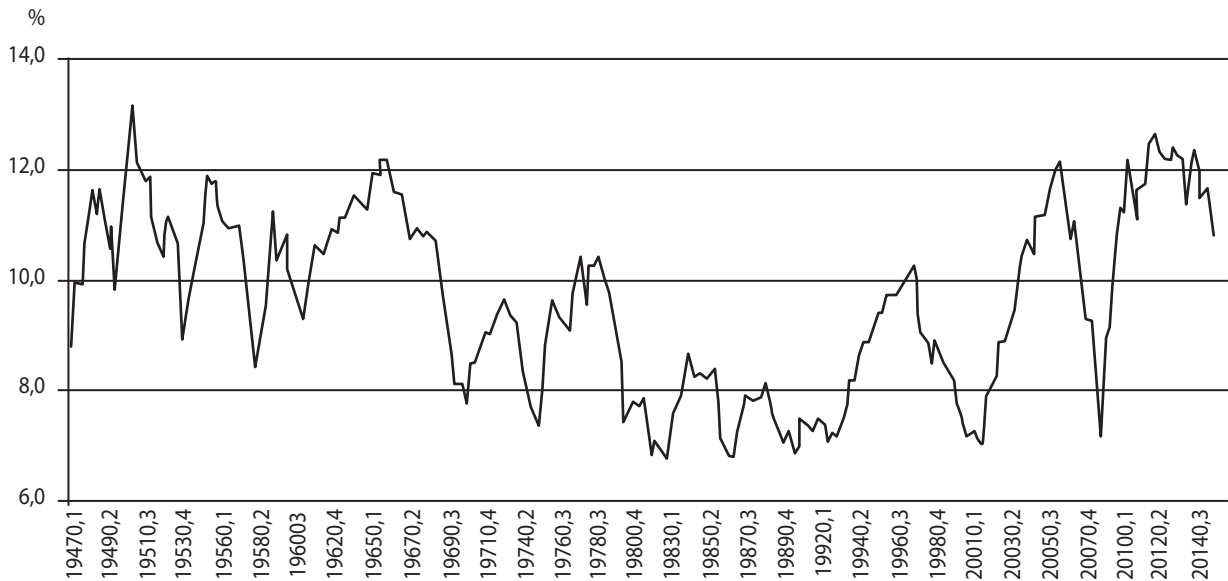


Рис. 5. Частка корпоративних прибутків у ВВП США

ми вважаємо, що США найближчим часом доведеться надати державну підтримку тим галузям економіки, які підготують інфраструктуру для нового технологічного укладу і у майбутньому стануть його локомотивами.

Згідно з синергетичними підходами макроекономічна система може перебувати в рівноважному фазовому стані, якщо розподіл фінансових, ринкових ризиків між макроекономічними агентами є Парето-ефективним. Тобто макроекономічна система повинна характеризуватися рівномірним розподілом доходів між домогосподарствами (низьким значенням коефіцієнта Джині), наявністю ефективних товарних і фінансових ринків, на яких мінімізована інформаційна асиметрія (усунено моральний ризик). Домогосподарства є кінцевими власниками корпорацій, фінансових ресурсів і володіють робочою силою. Оскільки трудовий ресурс переважно рівномірно розподілений між домогосподарствами, а фінансові ресурси завжди мають більш нерівномірний розподіл, то за часткою заробітної плати у ВВП можна судити про рівномірність розподілу доходів між домогосподарствами. Як правило, різниця в заробітних платах домогосподарств не є великою при переважанні середнього класу в економіці. Якщо значна частка фінансових ресурсів концентрується у незначній кількості домогосподарств, то це призводить до збільшення ризику нерационального розміщення фінансових ресурсів, монополізації на товарних ринках, що веде до зменшення виробництва і заробітної плати. За більш рівномірного розподілу фінансових ресурсів ризику розподіляються між великою кількістю макроекономічних агентів, що сприяє ефективному функціонуванню товарних і фінансових ринків, а отже, згладжує макроекономічні коливання. Сучасна економічна статистика має певні методологічні проблеми з розрахунком коефіцієнта Джині, тому для дослідження динаміки нерівномірності розподілу доходів у США використовуємо такий показник, як частка заробітної плати у ВВП (рис. 6)

З рис. 6 видно, що з 1947 р. по 1975 р. частка заробітної плати у ВВП США трималася на рівні понад 49 %, після

чого простежується чіткий тренд на зменшення цього показника до рівня 42 % у 2011 р. Це означає, що купівельноспроможний попит з боку середньостатистичного домогосподарства зменшується і може призвести до падіння ВВП. Оскільки купівельноспроможний попит у США підтримується зростанням споживчого кредитування, то цій країні поки що вдається уникнути затяжних макроекономічних криз. На нашу думку, зменшення частки заробітної плати також є причиною уповільнення темпів економічного зростання США після 1985 р. Як видно з рис. 1, з середини 1980-х років і до теперішнього часу економіка США характеризується низькими темпами інфляції та приросту ВВП, тому цей період називають Великим Уповільненням (Great Moderation). Треба зазначити, що навіть під час Великої Депресії частка заробітної плати у ВВП США була на рівні 50 %. Після фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. середньоквартальний темп приросту обсягів банківського кредитування зменшився в 2 рази.

У першому півріччі 2016 р. у США облікова ставка утримується на низькому рівні, проте волатильність і середній темп приросту ВВП низькі, що зменшує привабливість інвестування в реальний сектор, тому немає значного пожвавлення ділової активності. Крім того, в США оборотність грошей значно впала, що викликає в багатьох економістів незадоволення політикою ФРС. Також зараз скорочується споживче кредитування. Отже, зараз США стоять перед реальною загрозою рецесії. У 2015 р. такі розвинуті країни, як Канада, Ізраїль, Франція, Німеччина, Велика Британія, показали падіння своїх ВВП. Тому, на нашу думку, якщо найближчим часом відбудеться значна рецесія в США, то вже остаточно можна буде говорити про неефективність політики інфляційного таргетування. Крім політики інфляційного таргетування, спільним для розвинутих країн був метод виходу з фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., який можна назвати «фінансовим кейнсіанством». Всі розвинуті країни для порятунку свого фінансового сектора після 2008 р. у кілька разів збільшили грошову пропозицію і кардинально зменшили облікові

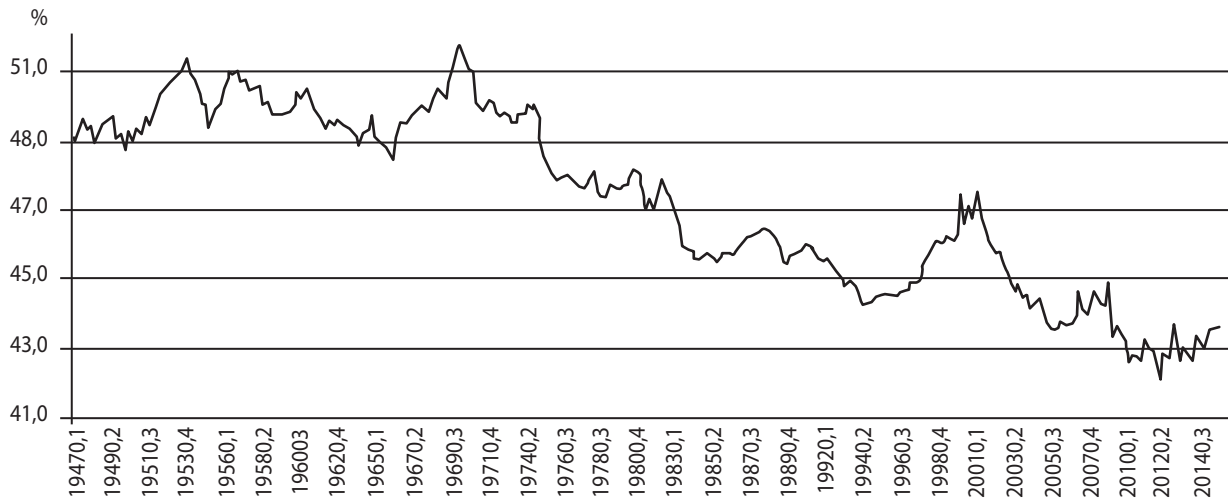


Рис. 6. Частка заробітної плати у ВВП США

ставки. Такими діями уряду переключили на банківську систему обов'язок інвестувати в пріоритетні галузі економіки. Ці інвестиції повинні забезпечити зростання інноваційного виробництва і купівельноспроможного попиту через зростання заробітних плат. Більшість банківських систем розвинутих країн, судячи з рецесії 2015 р., поки що з цим завданням не справляються. Навіть економіка Швейцарії з розвинутим банківським сектором і від'ємною обліковою ставкою зазнала рецесії. В таких умовах, на нашу думку, розвинуті країни будуть змушені повернутися до класичного кейнсіанства шляхом нарощування державних інвестицій у пріоритетні галузі економіки. Для того щоб визначити пріоритетні галузі економіки, необхідно сформулювати комплексне бачення майбутнього технологічного укладу. Зокрема, треба стратегічно спланувати, якою буде динаміка енергетичного балансу протягом наступних 50 років, а це вже завдання не для банківської системи.

Висновок. Перетікання грошей від власників фінансових ресурсів до великої кількості домогосподарств закладає основи для подальшого економічного зростання. Тому, на нашу думку, для забезпечення фінансової стабільності макроекономічна та монетарна політики повинні підтримувати купівельноспроможний попит.

Для країн, у яких існує розвинута ринкова економіка, таргетування інфляції сприяє стабілізації ВВП та інфляції, проте не усуває ризику появи рецесії у майбутньому. Країни, які мають певний дисбаланс у своїх фінансових системах, повинні обирати між волатильністю ВВП та волатильністю інфляції. При цьому некейнсіанська школа рекомендує все-таки зменшувати волатильність інфляції. Треба пам'ятати, що зазначені рекомендації працюють для розвинутих країн, де облікова ставка є дієвим ринковим інструментом впливу на економіку. В Україні ж облікова ставка по суті не працює. Таргетування інфляції, що нав'язується Україні Міжнародним валютним фондом, буде здійснюватися не через облікову ставку, а через скорочення емісії і недофінансування бюджету і Пенсійного фонду. Зменшення державних виплат населенню скоротить кількість грошей в економіці, що хоч і стабілізує інфляцію, проте, на нашу думку, матиме негативні наслідки для зростання ВВП.

Проведений нами ретроспективний аналіз монетарної політики США показав, що з поля зору регуляторів випадає такий важливий показник, як частка заробітної плати у ВВП, який може характеризувати рівномірність розподілу фінансових ресурсів між макроекономічними агентами. Від розподілу фінансових ресурсів залежить розподіл ризиків у макроекономічній системі, що визначає її загальну ефективність. Тому подальші дослідження необхідно спрямувати на розроблення методів монетарної політики, які б одночасно мінімізували волатильність ВВП, інфляцію та підтримували рівномірність розподілу фінансових ресурсів на прийнятному рівні.

ЛІТЕРАТУРА

1. Svensson L. E. O. Inflation Targeting / Lars E. O. Svensson // NBER Working Paper. – December, 2010. – № 16654. – 79 p.
2. Кітц Р. Р. Забезпечення фінансової стабільності країн різного рівня розвитку в умовах макроекономічних криз / Р. Р. Кітц // Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна. – 2014. – Вип. 46. – С. 249–252.
3. Подкуйко М. С. Финансовая стабильность стран в условиях глобализации / М. С. Подкуйко // Финансовые исследования. – 2007. – № 15. – С. 17–26.
4. Evans O. Macroprudential Indicators of Financial System Soundness / O. Evans, M. L. Alfredo, P. Hilbers // IMF. Occasional Paper. – April, 2000. – №192. – 54 p.
5. Woodford M. Inflation Targeting and Financial Stability / M. Woodford // NBER Working Paper. – April 2012. – № 17967. – 35 p.
6. Vredin A. Inflation Targeting and Financial Stability: Providing Policymakers with Relevant Information / A. Vredin // BIS Working Papers. – July, 2015. – № 503. – 45 p.
7. Clarida R. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler // NBER Working Paper. – March, 1998. – № 6442. – 38 p.
8. Cecchetti S. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes / S. Cecchetti, M. Ehrman // NBER Working Paper. – December 1999. – № 7426. – P. 247–274.
9. Furlanetto F. Output Gap in Presence of Financial Frictions and Monetary Policy Trade-offs / F. Furlanetto, P. Gelain, M. Sanjani // IMF Working Paper. – July, 2014. – № 128. – 44 p.

REFERENCES

- Clarida, R., Gali, J., and Gertler, M. "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory" *NBER Working Paper*, March, no. 6442 (1998).
- Cecchetti, S., and Ehrman, M. "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes" *NBER Working Paper*, December, no. 7426 (1999): 247-274.
- Evans, O., Alfredo, M. L., and Hilbers, P. "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness" *IMF Occasional Paper*, April, no. 192 (2000).
- Furlanetto, F., Gelain, P., and Sanjani, M. "Output Gap in Presence of Financial Frictions and Monetary Policy Trade-offs" *IMF Working Paper*, July, no. 128 (2014).
- Kitts, R. R. "Zabezpechennia finansovoi stabilnosti krain riznoho rivnia rozvytku v umovakh makroekonomichnykh kryz" [Ensure the financial stability of countries at different levels of development in the context of macroeconomic crises]. *Visnyk Lvivskoi komertsiiinoi akademii. Seriya ekonomichna*, no. 46 (2014): 249-252.
- Podkuyko, M. S. "Finansovaya stabilnost stran v usloviyakh globalizatsii" [The financial stability of countries in conditions of globalization]. *Finansovyye issledovaniya*, no. 15 (2007): 17-26.
- Svensson, L. E. O. "Inflation Targeting" *NBER Working Paper*, December, no. 16654 (2010).
- Vredin, A. "Inflation Targeting and Financial Stability: Providing Policymakers with Relevant Information" *BIS Working Papers*, July, no. 503 (2015).
- Woodford, M. "Inflation Targeting and Financial Stability" *NBER Working Paper*, April, no. 17967 (2012).