

УДК 336.7+336.11

НАУКОВІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ РОЛІ ЦІН АКТИВІВ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЦІНОВОЇ ТА ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Валерій Іванович ОГІЄНКО

к.е.н., доцент, директор Севастопольського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ)

Олег Володимирович ЛУНЯКОВ

*к.е.н., доцент кафедри фінансів та кредиту Севастопольського інституту банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ)
E-mail: lunyakov@mail.ru*

Анотація. У статті розглянуто альтернативні погляди на врахування цін активів при формулюванні цілей грошово-кредитної політики центральним банком для досягнення цінової та фінансової стабільності. Обґрунтовано доцільність змін стратегії грошово-кредитної політики в залежності від циклу розвитку фінансового сектору економіки.

Аннотация. Рассмотрены альтернативные взгляды на учет цен активов при формулировке целей денежно-кредитной политики центральным банком для достижения ценовой и финансовой стабильности. Обоснована целесообразность изменений стратегии денежно-кредитной политики в зависимости от цикла развития финансового сектора экономики.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, фінансовий сектор економіки, фінансові дисбаланси, ціни активів.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, финансовый сектор экономики, финансовые дисбалансы, цены активов.

Постановка проблеми. Аналізуючи досвід зарубіжних країн, необхідно зазначити, що цілі грошово-кредитної політики відрізняються. Зокрема, у США кінцевою ціллю грошово-кредитної політики є сприяння підтримці високого рівня зайнятості, цінової стабільності, прогнозованого і помірного рівня процентних ставок. У Канаді грошово-кредитна політика спрямована на сприяння економічного розвитку та підвищення рівня життя населення за допомогою забезпечення стабільно низької й прогнозованої інфляції, а в Європі – на підтримку цінової стабільності, високого рівня зайнятості й стійкого неінфляційного зростання.

Звертаючись до наслідків фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., необхідно підкреслити, що повна реалізація режиму інфляційного таргетування не забезпечило Україну, як і багато розвинених країн світу, від ендегенного накопичення фінансових дисбалансів, які поширювалися в фінансовому секторі економіки. Політика «дешевих» грошей впливала на економічне зростання лише певний період часу, а наступне вповільнення темпів зростання реального ВВП

компенсувалося випереджаючим зростанням доходності на ринку нерухомості та фінансовому ринку, що надалі призвело до формування спекулятивної складової в динаміці цін на активи і до прояву проциклічності фінансового сектору економіки. Аналізуючи причини фінансових стресів, О. Петрик зазначив, що підтримання низької інфляції, як цілі монетарної політики центральних банків при одночасному ігноруванні «бульбашок» на ринку фінансових активів і на ринку нерухомості, не було достатнім і призвело до обвалу всієї фінансової системи [1, с. 5]. Тому питання гармонізації цілей центральних банків, спрямованих на досягнення цінової та фінансової стабільності в державі, є актуальним завданням.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Забезпечення цінової та фінансової стабільності досліджено в працях багатьох зарубіжних та вітчизняних учених. Серед зарубіжних учених із зазначеної проблематики слід виокремити Б. Бернанке, А. Грінспена, Ч. Гудхарта, М. Бордо, К. Боріо, С. Січетті, Ж.-К. Тріше, які в своїх наукових працях розкривають взаємозалежності між

ціновою та фінансовою стабільністю, визначають роль центрального банку в досягненні стійкого економічного зростання, здійснюють обґрунтування стратегій монетарної політики. Ці актуальні питання знайшли відображення і в наукових дослідженнях вітчизняних учених, зокрема, О. Барановського, А. Кузнецової, В. Міщенко, С. Міщенко, О. Петрика та ін.

Широке коло дискусій щодо впливу монетарної політики на цінову та фінансову стабільність, а також розуміння доцільності врахування цінової динаміки активів при її реалізації, свідчить про відсутність єдиної думки щодо вирішення цих питань та обумовлює продовження наукових досліджень.

Мета статті – обґрунтувати доцільність змін стратегії грошово-кредитної політики в залежності від циклу розвитку фінансового сектору економіки.

Обґрунтування отриманих наукових результатів. Світова фінансово-економічна криза 2007–2008 рр. довела, що формування неординарного попиту на об'єкти нерухомості, нелінійне зростання фондових індексів і значне зростання видатків домогосподарств на предмети споживання, відбувалося при досить «м'яких» монетарних умовах та сприяло нагромадженню дисбалансів у фінансовому секторі економіки.

Під дисбалансом фінансового сектору ми розуміємо обумовлену екзогенними (регуляторними, технологічними, ринковими тощо) та/або ендогенними (процесами самоорганізації та самоускладнення фінансового сектору економіки) імпульсами диспропорцію щодо обсягів, термінів, джерел залучення/розміщення фінансових ресурсів, яка призводить до спекулятивного зростання цін фінансових активів та рівня системних фінансових ризиків.



Рис.1. Наукові підходи до цілеполагання центральних банків

Джерело: власна розробка автора.

Причому ендогенний характер накопичення цих дисбалансів у період економічної експансії сформував в економіці латентний вектор переходу від стану фінансової стабільності до стану

фінансової нестабільності.

У зв'язку з цим, забезпечення цінової та фінансової стабільності вимагає розв'язання низки питань:

- наскільки адекватною повинна бути грошово-кредитна політика центральних банків щодо флуктуацій цін на активи;

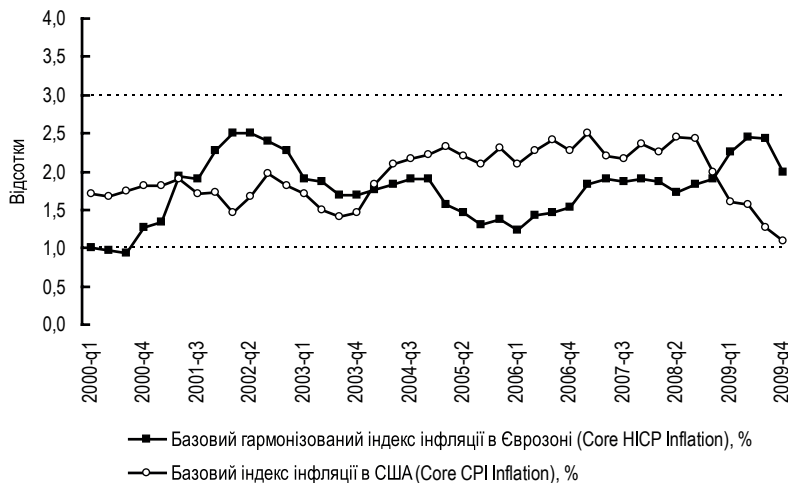
- наскільки значущим є традиційний показник інфляції (індекс споживчих цін) в умовах виконання мандату центральними банками із забезпечення цінової стабільності;

- яким чином повинна бути побудована грошово-кредитна політика, щоб забезпечити підтримку цінової та фінансової стабільності, і мінімізувати при цьому, дисбаланси, які можуть виникати у фінансовому секторі економіки.

У теорії та практиці банківської справи виділяють два наукових підходи до визначення ролі цін активів, які ми нерозривно пов'язуємо з питанням регулювання фінансових дисбалансів. На рис. 1 наведена загальна систематизація цих підходів.

I. Ортодоксальний підхід до визначення ролі цін активів. У своїй сильній версії ортодоксальна точка зору розкривається в тому, що цінова стабільність є достатньою умовою для фінансової стабільності. М. Бордо [2] у своєму дослідженні довів, що чимало країн ще в 90-і рр. установлювали цілі по інфляції як таргети грошово-кредитної політики. Ретроспективний аналіз таких економік як США, Канади та Великобританії показав, що цінова нестабільність мала дестабілізаційні наслідки. У той же час в економіці ряду країн були прецеденти (США наприкінці XIX – початку XX століття), коли банківські паніки відбувалися в умовах стабільних цін.

Водночас зазначимо, що світова фінансово-економічна криза 2007–2008 рр. у країнах з розвиненою економікою відбувалася на тлі невисокої волатильності цін (рис. 2).



Примітка: як база для розрахунку індексів 2005 рік узято за 100%.

Рис. 2. Динаміка базових індексів інфляції в Єврозоні та США за 2000-2009 роки (у річному вимірі)

Джерело: власна розробка автора на основі [3, 4].

Більш помірною версією ортодоксальної точки зору має більше прихильників, особливо серед представників центральних банків. Вона полягає в тому, що центральні банки повинні реагувати на фінансові диспропорції, які супроводжуються сильними відхиленнями цін активів тільки тоді, коли флуктуації цін активів можуть вплинути на прогнозну інфляцію споживчих цін у рамках класичного каналу трансмісійного механізму. Як відзначає К. Корищенко [5, с. 135], характер такого впливу є ключовим, оскільки при цьому не розглядаються можливі наслідки різкого падіння цін активів та його негативний вплив на загальну макроекономічну ситуацію.

У 2000 р. ФРС США при формуванні технологічної «бульбашки» застосувала так звану стратегію «очищення після бульбашок» («top-up-after»), яка одержала назву «доктрина Грінспена». Згідно з зазначеною доктриною ФРС США не стримувала процес накопичення цінових перекосів, дозволивши «лопнути» технологічний «бульбашці». Економіка США не постраждала та досить швидко вийшла з рецесії. Із цього приводу экс-голова ФРС США Алан Грінспен [6] в 2002 році заявив, що центральні банки можуть у короткостроковому періоді суттєво підвищити процентні ставки для виявлення фінансових «бульбашок». Проте часу для калібрування моне-

тарних рішень на вже сформовані фінансові диспропорції не залишається. Тому спроби «остудити» фінансовий ринок, коли він уже «розігрітий» неординарним зростанням цін на фінансові активи, скоріше є ілюзією.

З приводу цього авторитетні вчені, експертна група ФРС США Б. Бернанке та професор Нью-Йоркського університету М. Гертлер стверджують, що формування спекулятивних «бульбашок» перебуває поза сферою монетарної влади [7]. Коливання цін на фінансові активи враховують центральні банки в процесі реалізації грошово-кредитної політики лише в тій частині, у якій ці коливання впливають на цільові орієнтири (наприклад, на цінову стабільність).

На користь ортодоксальної точки зору служать результати досліджень С. Людвігсона та ін. [8], які були проведені на прикладі економіки США. Результати досліджень свідчать про невисоку значимість каналу добробуту в монетарному трансмісійному механізмі: підвищення федеральних процентних ставок несуттєво було відображене на рівні споживання. Ціни активів змінювалися більшою мірою не в результаті калібрування процентної ставки ФРС, а в результаті ендогенної реакції ФРС на ціновий тиск у реальному секторі економіки. Беручи до уваги наявність «слабкості» механізму монетарної трансмісії, регулювання фінансового сектору економіки на основі ортодоксального підходу формує м'яку або нейтральну стосовно фінансових дисбалансів грошово-кредитну політику.

II. Гетеродоксальний підхід до визначення ролі цін активів. Відповідно до цього підходу роль цін активів є значною при формулюванні цілей центральними банками та формує більш високий ступінь дискреційності в реалізації грошово-кредитної політики.

Теоретичне обґрунтування економічної доцільності такого підходу запропоновано у роботі С. Січчетті та ін. [9]. Загальна ідея цього підходу полягає в тому, що управління ціновою динамікою активів є окремим завданням центральних банків. Коли має місце неординарна флуктуація цін активів, змінюються інфляційні очікування економічних агентів, що надалі може призвести до відхилення значення індексу споживчих цін від свого таргетованого рівня [5, с. 137]. Дотримання ж у цій ситуації принципу Б. Бернанке і М. Гертлера вимагає наявності адекватних економічних моделей, що дозволяють прогнозувати ступінь впливу зміни цін активів на споживчу інфляцію.

В 2001 р. Ч. Гудхарт та Б. Хофман [10] розробили індекс фінансових умов («Financial Condition Index» – «FCI»), який враховує не тільки відхилення середньозваженої короткострокової процентної ставки та обмінного курсу від своїх довгострокових трендів (як індекс монетарних умов – «Monetary Condition Index»), але і відхилення за цінами на нерухомість та акціями.

Критичний погляд на пропозиції Ч. Гудхарта та Б. Хофмана висловив на конференції в 2005 р. в Сінгапурі Ж.-К. Тріше [11], який зазначив:

1. На практиці ціни на активи не можуть виступати повноцінним індикатором майбутніх змін споживчих цін, оскільки зміна цін активів відбувається на основі зміни фундаментальних факторів, а не тільки внаслідок змін інфляційних очікувань.

2. Таргетування цін активів збільшує ризики («moral hazard»), на які йдуть приватні економічні агенти, очікуючи з боку монетарної влади стабілізації ціни на активи.

3. В умовах функціонування раціональних економічних агентів існує зворотний зв'язок між монетарною політикою та цінами активів: очікування майбутніх дій монетарної влади на зміни цін активів впливає на рівень інфляції («інфляція невизначеності»).

4. У тому випадку, якщо центральний банк таргетує індекс споживчої інфляції за допомогою успішної реалізації стратегії грошово-кредитної політики з урахуванням усіх індикаторів інфляційного тиску (у тому числі сигналів, що йдуть від цінової динаміки активів), таргетування цін активів призведе до подвійного врахування інфляційного тиску.

5. Визначення «ваги» цін активів у структурі композитного (агрегованого) цінового індексу є неоднозначним. Внаслідок традиційно високої частки видатків на придбання активів, «вага» цін активів може набувати екстремально високих значень. У той ж час «вага» споживчої інфляції буде знижуватися. Крім цього, методологічні дискусії з цього приводу поки що не знайшли свого консенсусу.

6. Центральні банки не мають достатнього контролю стосовно цін на активи. І в довгостроковій перспективі ціни на активи детермінуються фундаментальними факторами, а не грошово-кредитною політикою.

У межах «полегшеної» версії гетеродоксального підходу виділяють принцип «рух проти вітру», що припускає обережне збільшення процентних ставок, навіть у випадках, коли не виявлені нега-

тивні шоки зростання цін активів, але які потенційно могли б вплинути на цінову стабільність у короткостроковій і середньостроковій перспективі. Основним припущенням, яке лежить в основі цього принципу, є те, що ціни на активи можуть змінюватися нелінійно (неординарно). У випадку негативних шоків ефекти від нелінійної динаміки цін активів (зокрема, зниження вартості об'єктів застави) спричиняють втрати у фінансовому посередництві набагато більші, ніж ефекти, отримані в умовах позитивних шоків змін цін на активи. Згідно з принципом «рух проти вітру» центральний банк повинен проводити більш жорстку грошово-кредитну політику для забезпечення стабільності цін протягом тривалого періоду часу та недопущення неординарного зростання цін активів та накопичення дисбалансів у фінансовому секторі економіки. Така політика центрального банку покликана зберегти досягнутий рівень цінової стабільності.

Економічна доцільність такої позиції знайшла наукове підтвердження за результатами дослідження К. Боріо та ін. [12]. В умовах фінансової лібералізації «буми» та «спади» на фінансових ринках можуть стати більш частими подіями, ніж це було раніше. Їх більш висока частота може бути наслідком того, що центральні банки запізнюються з реакцією, у результаті чого у фінансовому секторі економіки починають накопичуватися фінансові диспропорції та системні ризики.

Причому, затримка в реагуванні на виникаючі фінансові дисбаланси може відбуватися через раціональну поведінку грошової влади. Центральні банки, очікуючи впливу факторів надлишкового тиску попиту на таргетований рівень інфляції, зіштовхуються з тим, що шоки попиту впливають на величину споживчої інфляції через деякий проміжок часу (лаг), а накопичені фінансові диспропорції до цього моменту можуть бути вже значними. У зв'язку з цими обставинами вчені призивають розширити горизонти грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу для виявлення фінансових дисбалансів.

Науковий інтерес також представляють тези Європейського центрального банку (ЄЦБ), які були опубліковані в 2010 р. [13]. Фахівці ЄЦБ підкреслили значимість принципу «рух проти вітру», який визначає своєчасну реакцію центральних банків на процеси зростання цін активів, якщо ті призводять до «надування бульбашок». У той же час ЄЦБ звернув увагу на складність виявлення «бульбашок» на ранніх стадіях їх формування. Обґрунтування рішень у процесі імплементації монетарної політики повинно виходити із аналізу середньострокової та довгострокової перспективи ризику порушення цінової стабільності внаслідок флуктуації цін активів.

На рис. 3 наведена динаміка гепів цін активів, кредитного гепу та рівня споживчої інфляції на прикладі економіки України.

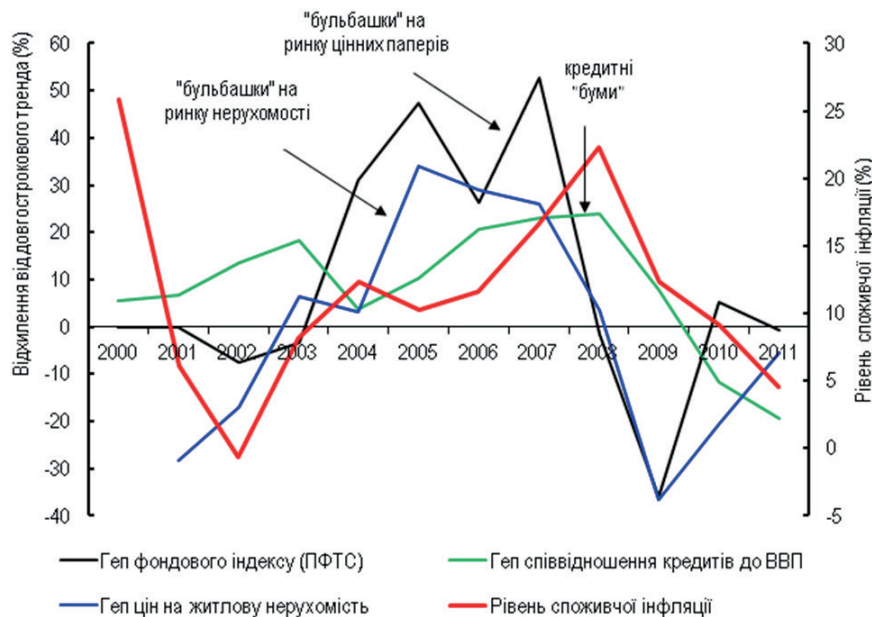


Рис.3. Динаміка гепів цін активів, кредитного гепу та рівня споживчої інфляції в економіці України в 2000–2011 рр.

Джерело: власні розрахунки на основі [14-15].

Аналіз рис. 3 дозволяє сформулювати такі висновки:

- неординарні відхилення цін на активи (акції, нерухомість) від своїх довгострокових трендів почали формуватися приблизно з 2004 р., тобто за 4 роки до кризи в Україні;
- рівень споживчої інфляції в цей період (2004–2005 рр.) не мав значних відхилень;
- з початком формування «бульбашок» на фондовому ринку та ринку нерухомості в економіці України поступово почали накопичуватися дисбаланси в фінансовому секторі економіки (зокрема, кредитні дисбаланси);
- індекс споживчої інфляції суттєво почав зростати з 2006 р., корелюючи з кредитним циклом;
- ціни на активи стимулювали зростання дисбалансів у фінансовому секторі економіки (проявилися в розривах щодо обсягів, термінів, джерел залучення/розміщення фінансових ресурсів), що надалі посилювало спекулятивну складову в динаміці цін активів;
- ціни активів можуть розглядатися як індикатори фінансових стресів та бути об'єктом пруденційного нагляду монетарної влади в умовах, якщо їх неординарна динаміка не пов'язана з фундаментальними факторами (технологічними шоками).

Зазначимо, що в період 2006–2008 рр. Національний банк України реалізовував проциклічну монетарну політику та використовував монетарні інструменти (процентні ставки, обмінний курс, емісійні й мобілізаційні механізми) на підтримку валютно-курсової та цінової стабільності. Зокрема, в умовах зростання в 2006–2007 рр. рівня інфляції (з 11,6 до 16,6 %), грошової маси (з 34,5 до 51,7 %) і реального обмінного валютного курсу (зі 110,7 до 112,2 %) облікова ставка НБУ знизилася з 8,5 до 8 %. Динаміка норм обов'язкового резервування в національній економіці, як справедливо зазначає Т. Савченко [16, с. 42], також носила проциклічний характер. За період 2001–2003 рр., а також упродовж 2006–2008 рр. норми резервування мали тенденцію зниження, що разом з обліковою ставкою центрального банку визначило нейтральність грошово-кредитної політики не лише фазам економічного циклу, але також і фазам фінансового циклу. Формування та накопичення у фінансовому секторі економіки України надлишкової ліквідності поряд з м'якими монетарними умовами призвело до недооцінювання фінансових ризиків та індукувало накопичення фінансових дисбалансів.

Проте, не дивлячись на очевидність застосування принципу «рух проти вітру», в умовах вітчизняної економіки в період зростання дисбалансів у фінансовому секторі економіки слід відзначити низку зауважень, зокрема:

1. Виявлення початку неординарного зростання цін на активи не є тривіальним завданням. Крім цього, неординарне зростання цін активів («бульбашки») може мати різні джерела виникнення (як у грошово-кредитній, так і в бюджетно-фіскальній сферах).

2. Принцип «рух проти вітру» не є універсальним у процесі реалізації грошово-кредитної політики. Для «невеликих» відкритих економік імплементація цього принципу, швидше за все, буде неможливою. В умовах глобалізації ринків капіталу мало ймовірно, що центральні банки «невеликих» економік будуть мати реальний вплив на внутрішні ціни в умовах фінансової глобалізації. З іншого боку, не можна також виключати можливості неупорядкованої реакції ринку фінансових активів у відповідь на регулювання цін, навіть якщо таку політику імплементували протягом тривалого періоду.

3. Аналізуючи стратегії «очищення після бульбашок» і «рух проти вітру», необхідно розуміти вплив динаміки цін активів на відхилення споживчої інфляції від цільового рівня (у рамках класичного монетарного трансмісійного механізму). З іншого боку, необхідно виважено оцінити реалізацію превентивних заходів тоді, коли циклічні буми та спади цін активів можуть негативно вплинути на цінову стабільність у короткостроковій та середньостроковій перспективі.

Висновки. Для забезпечення збалансованого економічного зростання та мінімізації наслідків періодичних економічних спадів центральні банки повинні розуміти причини зростання цін активів. Якщо зростання цін активів базується на фундаментальних складових (технологічних шоках), що, у свою чергу, може призводити до неординарного зростання фондових індексів, то грошовій владі, можливо, було б доцільним використовувати стратегію Грінспена-Бернанке («очищення після бульбашок»). З іншого боку, якщо на певному часовому континуумі як драйвер подальшого стимулювання зростання цін активів з'являється спекулятивна складова, яку посилюють кредитні буми, монетарній владі необхідно оцінити доцільність застосування стратегії «рух проти вітру», використовуючи як традиційні монетарні інструменти, так і макропруденційні. При цьому ефективність дій цен-

трального банку залежить від рівня його мандату, рівня політичної незалежності, погодженості монетарної та бюджетно-фіскальної політики,

рівня довіри до монетарних рішень та інших об'єктивних факторів.

Список використаних джерел

1. Петрик О. Перспективи забезпечення цінової стабільності в Україні / О. Петрик // Вісник Національного банку України. — 2011. — № 6. — С. 3–6.
2. Bordo M. Price Stability and Financial Stability: The Historical Record [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://research.stlouisfed.org/publications/review/98/09/9809dw.pdf>.
3. Офіційний сайт Федерального резервного банку Кливленда. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.clevelandfed.org>.
4. Офіційний сайт статистичної бази даних Євросоюзу. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://aPss0.euostat.ec.europa.eu>.
5. Корищенко К. Актуальные проблемы методологии в реализации денежно-кредитной политики / К. Корищенко. — М. : Экон. науки, 2006. — 240 с.
6. Greenspan A. Economic volatility [Електронний ресурс] / A. Greenspan // Speech at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. — 2002. — Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830>.
7. Bernanke B. Should central banks respond to movements in asset prices? [Електронний ресурс] / B. Bernanke, M. Gertler. — Режим доступу : <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/bernanke-article.pdf>.
8. Ludvigson S. Monetary policy transmission through the consumption – wealth channel [Електронний ресурс] / S. Ludvigson, C. Steindel, M. Lettau. — 2002. — Режим доступу : <http://faculty.haas.berkeley.edu/lettau/papers/LudvigsonSteindel-LettauEPR.pdf>.
9. Cecchetti S. Asset Prices and Central Bank Policy / S. Cecchetti, H. Genberg, H. Genberg, J. Lipsky, S. Wadhvani // The Geneva Report on the World Economy. — 2000. — № 2. — 152 p.
10. Goodhart C. Asset prices, financial conditions and the transmission of monetary policy [Електронний ресурс] / C. Goodhart, B. Hofmann. — Режим доступу : <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.9252&rep=rep1&type=pdf>.
11. Trichet J.-C. Asset price bubbles and monetary policy [Електронний ресурс] / J.-C. Trichet // Mas Lecture of President of ECB. — 2005. — Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp050608.en.html>.
12. Borio C. A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy? [Електронний ресурс] / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Working Paper. — 2003. — № 127. — Режим доступу : www.bis.org/publ/bppdf/bispar19a.pdf.
13. Asset Price Bubbles and Monetary Policy Revisited [Електронний ресурс] // ECB' Monthly Bulletin. — 2010. — № 11. — Режим доступу : http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201011en_pp71-83en.pdf.
14. Офіційний сайт Національного банку України. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.bank.gov.ua.
15. Офіційний сайт агентства нерухомості «Благовіст». [Електронний ресурс]. — Режим доступу : blagovist.ua.
16. Савченко Т. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів / Т. Савченко // Вісник Національного банку України. — 2011. — № 6. — С. 38–44.