

УДК 336.774/339.4

Віктор КОЗЮК

МАКРОФІНАНSOVA ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ ЦЕНТРОБАНКІВ: ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ТА ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ДИЛЕМИ

Стверджується, що посткризова тенденція до посилення макрофінансової відповідальності центробанків має бути пов'язана не стільки з активістським управлінням попитом, скільки з переглядом погляду на зв'язки між реальним і фінансовим сектором. Констатується, що відмінності в баченні взаємодії цінової та фінансової стабільності і, відповідно, інституціональної модальності їх забезпечення ускладнюють пошук оптимального інституціонального дизайну центробанку з розширеною зоною відповідальності. Обґрунтовано, що підвищення відповідальності за фінансову стабільність має відбуватись на основі збереження пріоритетності мандату цінової стабільності, підвищення рівня незалежності центробанку та координації між монетарною і макропруденційною політикою. Показано, що вразливість макрофінансової відповідальності до політичного тиску тільки підвищується, а тому політична незалежність повинна забезпечити захист компетенцій центробанку одразу у сфері цінової та фінансової стабільності.

Ключові слова: макрофінансові зв'язки, незалежність центробанків, фінансова стабільність, цінова стабільність, макропруденційне регулювання, динамічна інконсистентність.

Віктор КОЗЮК

Макрофинансовая ответственность центробанков: теоретические основы и институциональные дилеммы

Утверждается, что посткризисная тенденция к усилению макрофинансовой ответственности центробанков должна связываться не столько с активистским управлением спросом, сколько с пересмотром взгляда на связи между реальным и финансовым сектором. Констатируется, что различия в видении взаимодействия ценовой и финансовой стабильности и, соответственно, институциональной модальности их обеспечения затрудняют поиск оптимального институционального дизайна центробанка с расширенной зоной ответственности. Доказано, что повышение ответственности за финансовую стабильность должна происходить на основе сохранения приоритетности мандата ценовой стабильности, повышения уровня независимости центробанка и координации между монетарной и макропруденциальной политикой. Показано, что уязвимость макрофинансовой ответственности к политическому давлению только повышается, а потому политическая не-

зависимость должна обеспечить защиту компетенций центробанка одновременно в сфере ценовой и финансовой стабильности.

Ключевые слова: макрофинансовые связи, независимость центробанков, финансовая стабильность, ценовая стабильность, макропруденциальное регулирование, динамическая инконсистентность.

Viktor KOZJUK

Macrofinancial responsibility of central banks: theoretical foundations and institutional dilemmas

Introduction. Postcrisis tendency to enhance central bank's macrofinancial responsibility should be related to real-financial inter-linkages rethinking but not to activist demand management. Different approaches on how price stability and financial stability are inter-related, as well, as different institutional modalities of how to achieve them are making more complicate optimal institutional design of central bank with increased zone of responsibility.

Purpose. Taking into account different macroeconomic viewpoints on the role of financial instability in macroeconomic fluctuations and institutional challenges for central bank independence the purpose of the paper is to validate that enhanced macrofinancial responsibility of central banks should be balanced by additional measures in direction to facilitate autonomous regulatory status.

Results. Different views on how to enhance macroeconomic stability and what the role of central banks in new macrofinancial environment provide serious challenge for optimal designing of central bank's macrofinancial responsibility. The problem not only relate to how price and financial stability are inter-related but also to how define the wrong way policy then price and financial stability are in non-linear relations. The difficulties in this segment may affect far reaching political consequences while assessing central bank from political economy point of view. Also it is necessary to take into account that macroprudential toolkit may overlap with monetary policy instruments providing additional regulatory distortions. Clear institutionalisation of relations between price and financial stability responsibilities will help to avoid political economy type of manipulations with central bank new tasks. Priority of price stability should be kept while financial stability mandate should be clarified and tied to macroprudential regulation. In the same time more active central bank's participance in the post-crisis economy should be based not on standard Keynesian activism but on enhanced financial responsibility balanced with protection of central bank independence in new regulatory areas.

Conclusions. In the article it is stressed that enhanced macrofinancial responsibility should be based on unchanged priority of price stability mandate, increased level of central bank independence and coordination between monetary and macroprudential policies. It is shown that vulnerability of macrofinancial responsibilities to political pressure is going to increase. Political independence of central banks should protect them in the area of price stability and financial stability all together.

Keywords: macrofinancial linkages, central banks independence, financial stability, price stability, macroprudential regulation, dynamic inconsistency

JEL Classification: E02, E44, E58.

Постановка проблеми. Реформи фінансового регулювання, зорієнтовані на підвищення фінансової стабільності, достатньо суттєво змінюють інституціональне середовище глобальної фінансової індустрії. Паралельно відбуваються реформи центральних банків. Окрім трансформації системи банківського регулювання та удосконалення наглядових процедур, запровадження макропруденційних практик покликано продемонструвати, що проблемі фінансової стабільності адресовані одразу кілька видів політики. Експліцитне чи імпліцитне визнання фінансової стабільності як мандату центробанків, втім, не розв'язала фундаментальної дилеми щодо визначення профілю їхньої макрофінансової відповідальності. Якщо функціональний поділ на монетарну політику, адресовану макроекономічним процесам, та мікропруденційну, зорієнтовану на забезпечення надійності функціонування окремих фінансових інститутів, вже визнано анахронізмом, то характер макрофінансових компетенцій центробанків залишається об'єктом дискусії. Основна причина цього – проциклічність фінансової системи та складна структурованість зв'язків між реальним і фінансовим сектором, яка робить відокремлений монетарний, макропруденційний та мікропруденційний інструментарій, адресований жорстко специфікованому набору ризиків, вкрай вразливим. При чому, це стосується як розвинутих країн, де рівень фінансового розвитку та глибина фінансової системи є вагомими драйверами макроекономічних процесів, так і країн з ринками, що формуються. Вразливість останніх до волатильних потоків капіталу засвідчує наявність спільного з першими паттерну системної нестабільності. Ним є ув'язка між проциклічністю та чутливістю до коливань глобальної ліквідності. Це означає, що зв'язки між реальним і фінансовим сектором ускладнюють відокремлений аналіз макроекономічної

та фінансової стабільності навіть у розвинутих країнах, які ще недавно вигідно відрізнялись від решти світу відносно слабкістю зв'язків між макроекономічними та фінансовими шоками. А це тягне за собою проблему розмежування зон відповідальності між монетарною політикою та спеціалізованою політикою фінансової стабільності.

Паралельно з дискусіями про характер інтеграції, координації чи сепарації монетарної та макропруденційної політики постало питання про інституціональний формат присутності центробанків в зоні нових – макрофінансових – компетентностей. Зокрема, глобальна фінансова криза та боргова криза в зоні євро позначились на перегляді низки позицій, новому звучанні вже дискутованих питань та виявленні нових проявів проблеми зв'язку між незалежністю центробанків та фінансовою нестабільністю. Рішення щодо неконвенціональних заходів непрямо підтверджують нейтральність організаційного дизайну у сфері фінансової стабільності. Однак вони не можуть розглядатись поза проблемою політичної незалежності центробанку як фактора фінансової стабільності, приймаючи до уваги відсутність консенсусу про роль монетарної політики у її забезпеченні, а також набір відповідних інструментів та дизайн органу, уповноваженого на оперування ними. Питання співвіднесення політичної й операційної незалежності центробанків у інтегрованій макрофінансовій площині потребує теоретичної опори. Вкрай актуальним є теоретичний аналіз засад макрофінансової відповідальності центробанків та її інституціонального дизайну.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Незважаючи на значний обсяг літератури з приводу макропруденційного регулювання (див., наприклад, [1], [2]), [3], [4]), проблеми фінансових дисбалансів та макрофінансового виміру монетарної по-

літики, в аналізі зміщенні реагування центробанків на фінансові шоки простежується певна тенденція. Так, до кризи реакція на фінансові шоки асоціювалась з інфляційними наслідками *ex post*. Відповідні емпіричні розвідки в напрямку оцінки функції реакцій і поведінки інфляції після фінансового стресу це підтверджували. Більше того, у випадку, коли центральний банк володіє інклюзивним доступом до ситуації у сфері агрегованого кредитного ризику, таке відхилення допускатиме зниження волатильності ВВП [8].

Однак різні дослідження функцій реакції демонструють відмінні результати, які вказують на неоднорідність та асиметричність реакцій монетарних органів на фінансові стреси. Наприклад, Borio and Lowe констатують, що реакція центробанків на фінансові дисбаланси не є виразною, а тоді, коли вона має місце, вона є асиметричною. Здебільшого монетарні органи віддають перевагу реактивній політиці, а випадки проактивної політики не зустрічаються. Цей емпіричний висновок є вкрай важливий для розуміння того, наскільки ново-кейнсіанський підхід до незалежності центробанків виглядає обмежувачим. Cecchetti and Li [9] стверджують, що реакція центробанку на фінансовий стрес пов'язана з циклічною фазою, на якій перебуває економіка, а також з проциклічними ефектами мікропруденційного регулювання. Іншими словами, процентна ставка все одно виявиться нижче, ніж та, яка мала би бути, виходячи із інтерпретації зв'язку між інфляцією та динамікою ВВП. Bulir and Cihak [10] вказують на важливість структурних характеристик економіки. Випадки нестабільності характеризуються із нижчим рівнем ставок, порівняно з тим, що впливає з модифікованого правила Тейлора, але ступінь реактивності політики є вищою там, де економіка менш відкрита, і там, де банківський нагляд є функцією централь-

ного банку. Автори не наголошують на тому, що це є підтвердженням правильності гіпотези, покладеної в основу обрахунку індексів незалежності центробанків в стилі "наглядові функції знижують рівень незалежності, а ексклюзивна інформація про стан банківської системи спонукає до більш м'якої політики, наслідком якої є вища інфляція". Втім, саме таку характеристику проблеми Cihak дає в пізнішій праці [11].

В історичному контексті ситуація не є однозначною. На думку Borio [13], незалежність центробанків дає змогу впоратися з фінансовими кризами, якщо вона спирається на сукупність правил політики, які користуються довірою, але у випадку, коли вона супроводжує неадекватну доктрину політики і спирається на "помилкові" інститути, фінансові потрясіння поглиблюватимуться. За будь-яких обставин, саме серйозні кризи стають передумовою того, що незалежність центробанків стає предметом більш широкого макроекономічного компромісу з приводу виходу з них. Глобальна фінансова криза підтвердила, що інституціональний статус центробанків опинився під питанням [14]. Ризики дефляції ставлять під сумнів виплекану досвідом боротьби з інфляцією незалежність монетарних органів. Незважаючи на це, радикальних заперечень необхідності збереження монетарної автономії академічне середовище не генерує, навіть попри альтернативні погляди на роль монетарної політики у сфері фінансової стабільності [15], [16], [17].

Іншим напрямком аналізу є питання оптимального дизайну агенції, що здійснює макропруденційну політику. В світлі змін в макроекономічній теорії після кризи питання необхідності доповнення відомої схеми поділу на монетарну політику та мікропруденційне регулювання додатковою політикою, адресованою системним ризикам, проциклічності та вразливості фінансового

сектору, не викликає сумнівів. Арсенал макропруденційного регулювання достатньо швидко береться на озброєння в багатьох країнах. Проблема оптимального дизайну в найбільш загальній формі може бути сформульована наступним чином [15]. Монетарна політика та політика макропруденційного регулювання впливають на сукупний попит, але через відмінні канали. У випадку відсутності негативних екстерналій впливу кожної з політик на зону відповідальності іншої, питання зводиться до координації, а тому конкретний дизайн агенції є інваріантом. Іншими словами, в чітких руках інструмент політики – не має принципового значення, оскільки при його застосуванні приймається до уваги вплив на зону відповідальності іншої політики. Тобто функції з макропруденційного регулювання можуть бути делеговані відокремленій агенції, можуть бути інтегровані з відокремленою агенцією, що здійснює мікропруденційне регулювання, а можуть бути сконцентровані в руках центробанку. Перевагою останнього варіанта є те, що координація неодмінно супроводжується трансакційними витратами, а інтерналізація екстерналій спрощується в рамках однієї агенції. Окрім цього, оскільки зони впливу монетарної та макропруденційної політики частково збігаються, то забезпечити відносну відокремленість політик, комунікацій та відповідальності за їх реалізацію також можна в рамках однієї агенції. Це ж не заперечує проти того, що в окремих випадках координація може бути вигідною. Втім, це не знімає питання про те, що наявність екстерналій є втручанням в мандат.

Водночас, підвищення відповідальності центробанків у сфері фінансової стабільності через реалізацію макропруденційної політики ставить питання про те, як остання має вписуватися в профіль їх незалежності. D.Masciandro et al [18] є на те, що макропруденційне регулювання, як правило, делегу-

ється менш незалежним центробанкам. Такий підхід продовжує традиційну тезу про те, що будь-які інші функції, окрім досягнення цінової стабільності, знижують незалежність центробанків. Acharya [19] стверджує, що на макрофінансові компетентності центробанків поширюються звичні виклики політичного тиску, внаслідок чого макропруденційна політика є так само вразлива до зовнішнього втручання, як і монетарна. Іншими словами, забезпечення фінансової стабільності, як свого часу цінової, також потребує незалежності органу, що її здійснює.

Емпіричні дослідження вказують на те, що незалежність центробанку є важливою для забезпечення фінансової стабільності. Cihak [11] наводить приклад, що рівень незалежності прямо кореспондує з якістю звітів про фінансову стабільність, швидкістю запровадження жорсткіших норм фінансового регулювання і обернено – з акумулюванням ризиків та близькістю до дефолту. Klomp and de Haan [24] вказують на важливість саме політичної незалежності для підтримання фінансової стабільності у довгостроковому періоді. Такий висновок контрастує з усталеною думкою про те, що для цінової стабільності важливішою є операційна незалежність. Втім, найбільш складним питанням є те, як повинні співвідноситися мандати на цінову та фінансову стабільність в контексті забезпечення регуляторів від політичного тиску, враховуючи відсутність консенсусу щодо монетарної та фінансової економіки.

Враховуючи тривалу традицію оцінки незалежності центробанків на основі критерію “1 мандат – 1 ціль – 1 інструмент”, відповідальність останніх за макрофінансові процеси відображає наявність теоретичної неоднозначності: чому монетарні органи повинні розширити свої компетенції і чому традиційний інституціональний підхід до забезпечення цінової стабільності повинен бути

застосований щодо досягнення фінансової стабільності із певними застереженнями?

В статті ставиться за **мету** показати, що відмінні погляди на макроекономіку стають гносеологічною передумовою розбіжності в баченнях ролі монетарної політики у забезпеченні фінансової стабільності, враховуючи, що така політика підпадає під проблему динамічної інконсистентності, тоді як відокремлена макропруденційна політика потребує інституціонального захисту від політичного тиску.

Виклад основного матеріалу дослідження. Так, дискусії про оптимальний інституціональний посткризовий дизайн центральних банків багато в чому відображають досвід, набутий з кінця 2007 р., який вказує на трансформацію звичних зв'язків між ціновою та фінансовою стабільністю, а також інституціональний профіль поведінки в новому макрофінансовому середовищі.

По-перше, реалізацію програм кількісного пом'якшення важко розчленувати на ту, яка адресована фінансовій стабільності, і ту, яка сфокусована на питаннях повернення економіки до траєкторії потенціалу випуску. Це саме стосується проблеми підтримки ліквідності ринку державного боргу. Створення знижувального тиску на "довгому кінці" кривої дохідності можна кваліфікувати як прояв фіскального домінування, а можна – як політику відновлення роботи трансмісійного механізму через підтримку вразливого сегмента ринку. Також у такий спосіб посилюються сигнали про довгострокову вартість капіталу.

По-друге, падіння процентних ставок в довкола нульову зону (в окремих випадках їх від'ємне значення) та ризик дефляції ставить питання про те, як співвідноситься антиінфляційне призначення незалежності центробанків з новими реаліями. Поєднання дефляційного ухилу з браком зростання продуктивності може вказувати на вірогідне стиснення попиту і в подальшому, що в

умовах процесу делівереджингу посилює проблему вичерпання простору для маневру. Активізм у сфері експансії ліквідності часто розглядається як єдино можливий спосіб реанімації економіки, а традиційне трактування незалежності монетарних органів може сприйматись як таке, що стоїть на заваді цьому, не стільки з міркувань операційного режиму, скільки з міркувань стереотипного уявлення про те, якими мають бути інститути макрополітики.

По-третє, подолання наслідків фінансової кризи та неконвенціональні кроки відновили дискусії про роль транспарентності та відповідальності центробанків. Масштаби втручання останніх у функціонування фінансової системи давно перейшли умовний бар'єр того, де починається моральний ризик. Часто непослідовні кроки центробанків з підтримки тих чи інших фінансових компаній, а також прямі операції з інструментами нефінансового сектору створили підґрунтя для звинувачень щодо браку демократичного контролю за регулятором.

По-четверте, розвиток макропруденційного регулювання та нові виклики у сфері зв'язку між монетарною, макропруденційною та мікропруденційною політикою активізували дискусії про те, який статус та інституціональний дизайн повинен бути орган, що здійснює моніторинг системних ризиків і інструменти якого адресовані нейтралізації системної вразливості фінансової системи. Неоднозначне тлумачення питання того, чи мікропруденційні функції додають незалежності монетарним органам, чи її знижують, можна повною мірою перенести на макропруденційні функції.

По-п'яте, як ніколи, глобальна фінансова криза продемонструвала, що якість інститутів має ключове значення для фінансової стабільності. На макрорівні – це здатність ідентифікувати ризики та запобігати їм, вдаючись часто до непопулярних політичних

кроків. На мікрорівні – це здатність корпоративної культури обмежувати animal spirit. В обох випадках якість інститутів та характер проциклічності фінансової системи стають взаємопов'язаними. Як ніколи, глобальна фінансова криза продемонструвала, що якість інститутів має ключове значення не тільки в питаннях ефективної роботи центробанків, але й в питаннях раціонального сприйняття соціальними акторами нового середовища роботи монетарних органів, вразливих до прийняття ризиків, їх відображення та відповідної роботи з ними. При цьому, слід враховувати, що проциклічність фінансової системи – результат не тільки особливостей функціонування фінансових посередників чи браку міжчасового погляду регуляторів. Це також корпоративна культура, захист прав кредиторів та міноритарних акціонерів на мікрорівні, а також якість роботи регуляторів у сфері ідентифікації

ризиків та вимог щодо їх нейтралізації – на макрорівні. Інституціональний захист центробанків від політичного втручання мав би передбачати, що на фазі буму вони зможуть виходити із принципу суспільно оптимальних критеріїв нагромадження ризиків на системному чи індивідуальному рівні, тим самим знижуючи потенційні прибутки власників, а на фазі спаду – запровадити регуляторні вимоги, що покликані підвищити фінансову стабільність, навіть якщо вони ідуть в розріз із уявленнями про регуляторний тягар чи ставлять під сумнів швидкість відновлення кредитування в економіці тощо.

Пошуки оптимального інституціонального дизайну макрофінансової відповідальності центробанків обмежуються відсутністю однозначної картини у сфері “найкращих практик” (див. табл. 1), а також із проблемою інтерпретації чим є, і чим не є цінова та фінансова стабільність.

Таблиця 1

Центральні банки та відповідальність за фінансову стабільність [11, с. 46].

Роль центрального банку у сфері фінансової стабільності	Усі країни (157), частка, %	Розвинуті країни, частка, %	Інші, частка, %
Експліцитна законодавча закріплена відповідальність за фінансову стабільність	3	9	2
Відповідальність за фінансову стабільність пов'язана з інтерпретацією закону	34	89	18
Інтерпретація впливає з цілей монетарної політики	10	26	5
Інтерпретація впливає із завдань щодо платіжної системи	8	20	4
Інтерпретація впливає із завдань щодо банківського нагляду	12	26	8
Інші інтерпретації	5	17	1
Нагляд за платіжними системами	100	100	100
Банківський нагляд	47	34	51
Нагляд за усіма фінансовими інститутами	16	11	18
Публікація звітів про фінансову стабільність	29	77	15
Наявність відокремленої організаційної одиниці щодо фінансової стабільності	32	83	17
Мають чітку загальну відповідальність (підзвітність)	45	63	40
Мають чітку відповідальність (підзвітність) за фінансову стабільність	2	6	1

Керуючись даними табл. 1., можна помітити закономірність. Центробанки розвинутих країн значно глибше “втягнуті” в забезпечення фінансової стабільності, що простежується і на рівні мандату, і на рівні функціоналу (відокремлені організаційні одиниці з повноваженнями у цій царині, публікація звітів тощо). Це виглядає неоднозначно, якщо припустити, що менш розвинуті країни є більш вразливі до макрофінансових шоків. З одного боку, це можна пояснити більш ефективною інституціоналізацією розширення функціоналу центробанків у розвинутих країнах у відповідь на нові теоретичні напрацювання чи здобутий досвід, в рамках якої не варто нехтувати більш зрілими політичними інституціями, готовими до швидкого запровадження відповідних рішень. Тобто, більш розвинутий фінансовий сектор може розглядатись і потужнішим драйвером, й трансмітером шоків, внаслідок чого політика, адресована ним, має бути більш системною та структурованою. З іншого боку, менш розвинуті країни стикаються з шоками, структура яких є іншою. В них може домінувати паттерн м'якої макрополітики, що позначається на курсових дестабілізаціях та кризах платіжного балансу. Так само слабкість інститутів може допускати гнучкіший підхід до оцінки результатів діяльності центробанку. Відверті провали політики можуть бути прийнятними, якщо вони супроводжують чи є наслідками перерозподільчих рішень зі складовою пошуку ренти. І навпаки, часовий ліміт адекватної політики може швидко скорочуватись, якщо вона суперечить укоріненним перерозподільчим практикам. Втім, цікавим є факт розбіжності між кількістю центробанків, що мають експліцитний мандат на забезпечення фінансової стабільності і чітку модель відповідальності (підзвітності) у цій царині. Попри те, що такий розрив невеликий, він чітко вказує на проблему більш загального порядку.

Мета-природою невизначеності щодо оптимального інституціонального дизайну центробанку у царині забезпечення фінансової стабільності є низка фундаментальних проблем:

- відмінності в поглядах на характер взаємозв'язку між макроекономікою і фінансовим сектором, що в підсумку зводиться до питання співвіднесення цінової та фінансової стабільності;
- ризик потрапляння монетарних реакцій на фінансові виклики під динамічну інконсистентність;
- відмінності в характері політичної й операційної незалежності центробанків, які відносно ефективно співіснують у випадку цінової стабільності, але не є однозначними у випадку фінансової стабільності.

Так, функціональний поділ на зону відповідальності монетарної політики та мікропруденційної був досить зручним в інституціональному плані. Він допускав ситуацію делегування повноважень у сфері нагляду як центральному банку, так і окремому органу, а вибір здебільшого диктувався тим, наскільки це дасть змогу краще виконувати обидві функції без ризику підвищення варіації інфляції чи заохочення морального ризику (*moral hazard*). Глобальна фінансова криза та досвід країн з ринками, що формуються, продемонстрували, що модель сепарації може не гарантувати підвищення макрофінансової стабільності, особливо у випадку розширення цілей чи перехресного застосування монетарних і наглядових інструментів для їх досягнення. Диференціація політики фінансової стабільності завдяки виокремленню макро- та мікропруденційного підходу не внесли ясність в питання оптимального організаційного дизайну. Це є тим більш очевидним, якщо прийняти до уваги питання прозорості та дистанційованої щодо окремо-

го фінансового інституту політику у сфері ліквідності та відновлення платоспроможності. Тим не менше, якщо між мікро- та макропруденційним регулюванням існує достатньо чітка інструментальна та процедурна межа, то між останнім і монетарною політикою така межа є менш чітко виражена. Багато в чому це обумовлено фундаментальними відмінностями між поняттями цінової та фінансової стабільності, а також тим, як вони взаємодіють між собою. В останньому випадку – це також є проблема парадигмального характеру, оскільки вона включає питання фундаментального погляду на макроекономіку та природу макроекономічних шоків.

Зокрема, відмінності в поглядах на характер зв'язку між механікою інфляційних процесів та фінансовими дисбалансами знаходять своє відображення у співвіднесенні цінової та фінансової стабільності. Більше того, рівень інфляції, ступінь фінансового розвитку та масштаби глобалізації суттєво відрізняють можливості підтримувати цінову та фінансову стабільність водночас. На думку Borio and White (2004), зниження інфляції та її варіації, позитивна дефляція (наслідок сприятливого шоку продуктивності), тиск глобалізації на послаблення інфляційної персистентності створюють передумови для падіння номінальних і реальних ставок, за чим іде підвищення схильності до ризику, пошук доходності та зростання валових потоків капіталу. В сукупності з “парадоксом довіри” це призводить до виникнення “нового середовища”, в якому цінова та фінансова стабільність можуть виключати одна одну.

Незважаючи на активну критику підходу “нового середовища” як з боку нових кейнсіанців, так і консервативних прихильників монетаристської теорії, результатом його поширення в світлі досвіду останнього десятиліття стало переосмислення звич-

ного сприйняття, що стримана монетарна політика, адресована ціновій стабільності, створює найкращі передумови для фінансової стабільності. Іншими словами, це стосувалося ситуації, коли фінансова стабільність була побічним продуктом (by-product) здорової макрополітики. Для розуміння цього слід звернути увагу на роль рівня інфляції та її варіативності у фінансовій стабільності.

А) Як відомо, негнучкість цін перебуває в оберненій залежності від рівня інфляції. Тобто вища чутливість інфляції до зрушень у монетарній політиці робила останню більш стриманою у випадку, коли забезпечення цінової стабільності було принаймні довгостроковою метою. Це означало, що рух процентних ставок вгору завжди розглядався як високо вірогідний і, відповідно, усі рішення у сфері підвищення рівня боргу повинні були враховувати це. Оцінка економічними агентами процентних ризиків і, відповідно, проблем із строковою структурою активів та пасивів були запобіжниками кредитних циклів та циклів цін на нерухомість. В певному діапазоні коливань агрегованого кредиту, пропозиція позик в економіці вписувалась в більш загальну схему грошової пропозиції, що відома як модель Брюннера-Мельцера.

Б) Відсутність усталеної мети монетарної політики призводить до того, що перманентні реакції на шок з подальшою реакцією на інфляцію посилюють проциклічність, а не знижують її. Це є підставою для образної характеристики такої політики, як “go-stop”. Водночас, вона має пряму реляцію до фінансової стабільності. На фазі експансії нагромадження боргу перетворюється на додатковий тягар тоді, коли центробанк підвищує ставки з дезінфляційною метою. В кращому випадку це призводить до додаткової проциклічності (процентний тягар зростає в умовах ре-

цесії). В гіршому – до фінансової нестабільності. Чим жорсткіша дезінфляція, тим вищий рівень вразливості фінансового сектору до процентних і кредитних ризиків, а реального сектору – до ризиків посилення бюджетних обмежень. Усунення проциклічних ефектів в політиці через фіксацію на одній меті мінімізує ризики синхронізації дезінфляційних епізодів з фінансовими стресами. І якщо більш незалежний центробанк забезпечує стабільнішу інфляцію, то тим самим він створює передумови для фінансової стабільності.

В) Відкритість економіки й обмеження платіжного балансу дещо ускладнюють ситуацію завдяки ролі валютного курсу у підтриманні цінової стабільності (pass-through effect) й економічної активності (канал чистого експорту) та у створенні фінансових умов (балансові ефекти, що впливають з валютної структури активів та пасивів). Невипадково, що практично більшість індикаторів раннього попередження валютних криз адресовані ув'язці між кредитною експансією та станом платіжного балансу. Чим більш плаваючим є курс, тим нижча вірогідність неспівпадіння валютної структури активів та пасивів, а тому дотримання цінової стабільності дає змогу валютному курсу абсорбувати зовнішні шоки і не відігравати ключової ролі у генеруванні балансових ефектів. Попри те, що це є менш актуально для розвинутих країн, практично більшість структурних реформ, що передбачали підвищення незалежності центробанків у країнах з ринками, що формуються, були адресовані такому типу фінансової нестабільності.

Паралельно з відмінностями в інтерпретації зв'язків між ціновою та фінансовою стабільністю генеруються полярні погляди на спроможність адресувати монетарну політику їх обом. На думку Smets [7], існує кілька полярних поглядів на те, як співвідносяться

цінова та фінансова стабільність з точки зору монетарної політики у їх досягненні:

- підхід Schwartz, в рамках якого фінансова стабільність і є ціновою стабільністю, оскільки здорова монетарна політика не допускає таких змін у поведінці інфляції, реакція на які вимагала би зміни процентних ставок в масштабах, що загрожують платоспроможності фінансових установ;
- підхід Bernanke and Gertler, які наголошують, що реакція центробанків на відхилення фінансових агрегатів від довгострокової траєкторії призводитиме до підвищення волатильності інфляції та ВВП, що йде в розріз із принципом цінової стабільності як критерію оцінки того, наскільки незалежний центральний банк дотримується свого мандату;
- підхід Borio and White, згідно з яким цінова стабільність може конфліктувати із додержанням фінансової стабільності в зв'язку зі змінами поведінки фінансових посередників та “парадоксом довіри”.

Слід визнати, що така диференціація стала типовим прикладом протиборства ортодоксального ново-кейнсіанського погляду на центробанки та гетеродоксального. В кожному з випадків наводяться аргументи щодо оптимальності тієї чи іншої модальності політики. Коротко їх можна узагальнити наступним чином.

В ортодоксальному ново-кейнсіанському випадку аргументи зводяться до наступного. Майбутня інфляція та траєкторія ВВП відображені в теперішніх цінах фінансових активів, а тому втручання центробанку дезорієнтує ринок і відхиляє вниз фактичний ВВП та інфляцію завдяки підвищенням ставкам. Розпізнавання бульбашки в реальному часі є складним завданням, а тому проактивна реакція центробанку завжди містить ризик сповільнення економіки. Порівняння втрат і вигод від проколювання бульбашки частіше вказує на користь розчистки ринків.

Гетеродоксальний підхід концентрується на тому, що фінансові кризи є важким тягарем для економіки. Порівняння втрат ВВП внаслідок проактивної реакції є дуже обмеженим, оскільки необхідно брати до уваги фіскальні втрати та сповільнену траєкторію зростання внаслідок делівереджингу. Дисбаланси є наслідком вузького трактування завдань політики. Вони виникають внаслідок зміни в модальності поведінки економічних агентів. Пошук доходності і прийняття ризику необхідно аналізувати не тільки в поведінковій, а й в макроекономічній площині.

IMF [17] зайняв проміжну позицію. Реакція на дисбаланси доречна на ранніх стадіях. На пізніших стадіях підвищення ставок скоріше прискорює настання фінансового стресу, з огляду на проциклічний характер реакції фінансового сектору на підвищення ставок. Водночас, затяжне підтримання занижених ставок посилює тенденцію до боргового фінансування, чим поглиблює проблему системної вразливості фінансової системи. З іншого боку, проактивна реакція виправдана у випадку, коли очікувані масштаби фінансового шоку є величезні. В інших випадках, завбачливе підвищення ставок призводить до більших втрат. Тобто розчистка ринків виглядає більш переконливою альтернативою. Незважаючи на наявність раціонального зерна в усіх трьох підходах, в кожному з них питання інституціонального формату реакції центробанку не розглядається.

Втім, суттєві відмінності між ціновою та фінансовою стабільністю в екстраполяції на політичну інтерпретацію мандату та наслідки для політичної оцінки результатів діяльності центробанку ускладнюють застосування традиційного підходу до визначення предметної сфери, за яку несе відповідальність центробанк. Це є перепорою для пошуку теоретичного консенсусу, що

породжує наявність декількох інституціональних альтернатив:

– досягнення цінової та фінансової стабільності має бути функціонально відокремленими напрямками, відповідно, монетарної та спеціалізованої політики, в якій може виокремлюватися макропруденційна і мікропруденційна складова [25]. Тобто монетарна політика повинна традиційно оперувати процентними ставками й орієнтуватися на стабільність цін, тоді як політика, адресована фінансовій стабільності, має оперувати спеціалізованим набором інструментів. Зрозуміло, що такий погляд не допускає варіант проактивного втручання центробанку у фінансовий цикл, а питання незалежності відповідних інституцій необхідно вирішувати в звичному режимі;

– фінансова стабільність має бути визнана експліцитним завданням центробанку, а організаційний дизайн не має принципового значення. Головне, щоб центробанк і у сфері забезпечення цінової, і у сфері забезпечення фінансової стабільності був незалежний, але транспарентний і відповідальний [16]. Тобто поширення на сферу забезпечення фінансової стабільності відомого та добре зарекомендованого підходу до незалежності дасть змогу уникнути політичної вразливості органу, суспільно оптимальна політика якого може не збігатися з короткостроковими політичними перевагами чи інтересами окремих груп, але водночас вимагатиме від нього додаткової відкритості та прозорості дій, що само собою не є простим;

– фінансова стабільність може не визнаватися експліцитним завданням, або в ієрархії завдань повинна поступатися цінової стабільності, однак це не означає, що центробанк ігнорує цю проблему. Більше того, незалежність є ключовою передумовою для уможливлення проактивної політики. Вона також важлива для захисту від

тиску під час реалізації реактивної політики у випадку, коли фінансовий стрес вже стався. Це потрібно для того, щоб “розчистка ринків”, кредитування останньої інстанції, неконвенціональні заходи тощо не переросли в діяльність, що за змістом межує з прямим перерозподілом добробуту та цілковитим підпорядкуванням фіскальним цілям [22];

– в умовах дефляції питання мандату та його структури може не бути принциповим [32]. Однією з форм довгострокової монетарної реакції на підвищення ризиків макроекономічної вразливості до фінансових шоків може виступити підвищення цільового рівня інфляції. Підвищення номінальних ставок тоді уможливить коректування їх вниз у випадку шоку, без ризику потрапити в довкола нульову зону. Однак, при цьому, операційна незалежність повинна мати місце [31].

Враховуючи неоднозначність зв'язків між ціною та фінансовою стабільністю, а також проблематичність специфікації оптимальної реакції на реальні та фінансові шоки, складний дизайн мандату центробанку та паралельний розвиток монетарного і макропруденційного виміру макрофінансової стабільності виглядає більш прийнятним. Випадок жорсткої сепарації між монетарною та макропруденційною політикою вразливий до цілої низки моментів.

1) У випадку політичного тиску на центробанк, якому делеговане застосування монетарних і макропруденційних інструментів, він може вдаватися до перехресного їх застосування, тим самим знижуючи транспарентність кожної з політик. Іншими словами, відокремлена інтенсивність впливу в напрямку підтримання чи то цінової, чи то фінансової стабільності може бути блокована політичним тиском у випадку, коли центробанк не має достатнього інституціонального захисту обох політик у рамках інтегрованої інституціональної моделі.

2) Чим більш фінансово відкритою є економіка і чим більш розвинутий в ній є фінансовий сектор, тим нижчою є ефективність макропруденційних інструментів, що відкриває шлях до потенційної оптимальності монетарної реакції на фінансові дисбаланси.

3) Конфлікт між потоками капіталів, валютним курсом та макрофінансовою стабільністю вимагає більш скоординованого погляду на модальність досягнення цінової та фінансової стабільності. Це є особливо актуально для країн з ринками, що формуються, для яких балансові ефекти щільно зав'язані на потоки капіталу, рівень доларизації та валютний курс, а інфляція чутлива до очікувань девальвації тощо.

4) Відсутність емпіричного способу ідентифікації фінансової стабільності й інтерпретаційний характер оцінок щодо її підтримання розширює зону політичного тиску на центробанк. Враховуючи вищезазначене, мандат центробанку має зберегти пріоритет цінової стабільності, однак досягнення фінансової стабільності не повинно бути звужене виключно до використання “профільних” макропруденційних інструментів. У такій ситуації – це питання “картини світу”. Більш інтегрований погляд на макрофінансові зв'язки дасть змогу краще будувати координацію між монетарною та макропруденційною політикою, що не виключає відносну відокремленість “офісів” політики цінової та фінансової стабільності з їх власними транспарентністю та комунікаціями. А високий рівень незалежності центробанку, що функціонує за принципом “1 мандат – 2 офіси”, дасть можливість уникнути проблеми чи то політичного тиску на обидві політики, чи то політично вмотивованих викривлень в інтерпретації результатів однієї з політик для опортуністичної корекції іншої.

Водночас розвиток макропруденційної політики покликаний знизити вразливість

монетарних реакцій на фінансові шоки і в макроекономічній, і в інституціональній проекції. З одного боку, це пов'язано з тим, що підвищення ставок з міркувань забезпечення фінансової стабільності підпадає під динамічну інконсистентність, тим самим породжуючи передумови для відхилення макрофінансової траєкторії від оптимальної. З іншого боку, для того, щоб динамічна інконсистентність не перетворилась на передумову тиску на центробанк задля досягнення політично привабливих короткострокових цілей всупереч довгостроковим, інституціональний дизайн центробанку, який приймає відповідальність за фінансову стабільність, має відповідати критеріям незалежності, подібно до того, як це мало місце у випадку з ціновою стабільністю.

Так, стандартна модель динамічної інконсистентності [20] передбачає, що у випадку усвідомлення економічними агентами конфлікту між коротко- (схильність створення інфляційного сюрпризу для розв'язання підвищення зайнятості) та довгостроковими цілями (підтримання низької інфляції в світлі неможливості з її допомогою підвищити природний рівень завантаження виробничих потужностей) центробанку, будь-які обіцянки щодо інфляційної цілі не будуть користуватись довірою, внаслідок чого рівень інфляції постійно зміщуватиметься вгору – так зване інфляційне зміщення. Така модель швидко почала застосовуватись і щодо інших видів економічної політики. Ситуація з експансією глобальної ліквідності також демонструє, що у випадку одночасного зтяжного підвищення цін на енергоносії (створення тиску на інфляцію через реальну негнучкість економіки) та цін на фінансові активи центробанку опиняються в зоні конфлікту вибору між реакцією на очікуване прискорення інфляції та реакцією на нагромадження фінансових дисбалансів, наслідком чого є або вищий

рівень інфляції, або вищий рівень вразливості фінансового сектору [21].

На основі узагальнень, представлених у [17], [10], різницю в реакціях фінансової системи на підвищення ставок в коротко- та довгостроковому періоді можна представити наступним чином.

В короткостроковому періоді підвищення ставок може призводити до:

- посилення негативного балансового ефекту. В умовах розриву між строковою структурою активів та пасивів фінансових інститутів, стан останніх погіршується. Такий ефект супроводжується схильністю до морального ризику та зворотного відбору (*adverse selection*), внаслідок чого системна вразливість не знижується, а посилюється;

- погіршення кредитних умов. Вищі ставки сповільнюють зростання, або знижують ціни на активи, внаслідок чого вартість застави падає, що стискає агреговану пропозицію кредитів. Також підвищення ставок сприймається як сигнал про майбутню нестабільність, що передається посиленню кредитних вимог в теперішньому періоді. З підвищенням ставок спостерігається зростання боргу в реальних, а не номінальних значеннях, що сприймається як додатковий фактор погіршення фінансового стану та підвищення вірогідності дефолтів приватних позичальників;

- підвищення тягара процентних виплат. Підвищення ставок посилює процентний тягар, що призводить до зменшення здатності нагромаджувати заощадження сектором домогосподарств та фінансувати інвестиції компаніями;

- зниження схильності до банківських запозичень. Попри те, що це посилює стійкість банків, стиснення агрегованої пропозиції кредитів з боку останніх може негативно позначатись на доступності роловеру для приватних позичальників;

– зміни в структурі портфельів. Підвищення ставок змушує інтерес до ризикових проектів, внаслідок чого позичальники з більш вираженим профілем ризику витісняються. “Зміщення у бік якості” виступатиме фактором стиснення агрегованої кредитної пропозиції. У випадку, коли значна кількість економічних агентів представляє ризиковий сегмент позичальників, зміни в структурі портфельів спричинять серйозні агреговані наслідки;

– розширення спредів. Таке розширення стосується як інструментів з вищим рівнем ризику, так і інструментів з тривалішим терміном. В обох випадках реакція спредів витісняє з ринку широкий набір позичальників, позначаючись на стисненні фінансової активності. Амплітуда реакції спредів також має значення. У випадку, коли економічні агенти сприймають підвищення ставок як реакцію на прискорення інфляції, дисперсія спредів може бути незначною. Однак, якщо це сприймається як реакція на нагромадження фінансових дисбалансів, поведінка спредів може бути такою, що призводить до сегментації ринку;

– скорочення відстані до дефолту в оцінках ризиків з боку фінансових посередників. Наявність негативних балансових ефектів від підвищення ставок позначається на змінах в оцінках вірогідності настання дефолтів. На агрегованому рівні це призводить до більш жорсткої оцінки ризиків і підвищення кредитних вимог. Водночас, скорочення відстані до дефолту стосується і самих фінансових установ, особливо тих, які жорстко зав’язані на трансформацію коротших зобов’язань в довші активи. Це може позначитися на появі ефектів як мінімум невизначеності, як максимум – перерости у стресову ситуацію з різким стисненням ліквідності та фрагментації міжбанківського ринку тощо.

У довгостроковому періоді ситуація виглядає протилежним чином. Підтримання

адекватних ставок призводить до появи потужного стимулу до розчистки балансів і зміни в характері поведінки позичальників.

1) Схильність до ризику суттєво знижується, що призводить до підвищення вірогідності витіснення спекулятивних операцій і концентрації інвестицій у хороших проектах.

2) Схильність до лівереджу послаблюється, оскільки відсутність неявних сигналів про знижувальну траєкторію процентних ставок допомагає обирати таку структуру капіталу, яка буде нейтральна до макроекономічних рішень. Також зниження лівереджу означатиме зниження ризиковості діяльності, що передаватиметься усій фінансовій системі через канали зміни оцінки вірогідності дефолтів, стиснення надбавок за ризик, покращення кредитних стандартів тощо.

3) Більш адекватні спреди, що є наслідком відсутності нездорових очікувань щодо акомодативної політики, покращують ситуацію у сфері алокації кредиту та дають змогу концентруватись на продуктивніших інвестиціях. Домогосподарства також роблять свій вибір між споживанням та заощадженнями більш зваженим, уникаючи завищених оцінок щодо можливості збільшити довгострокову матеріальну компоненту власного багатства.

4) Більш здорове середовище політики нейтралізує поведінкові спотворення, які паразитують на проблемі м’якості інститутів регулювання. Схильність до морального ризику знижується, тим самим заохочуючи домінування кращих фінансових практик. Іншими словами, в довгостроковому періоді вищі ставки знижують вірогідність кризи, а тривала акомодативна політика не вирішує проблему надмірного лівереджу, а поглиблює її.

Вразливість центробанків до проблеми динамічної інконсистентності у сфері політики фінансової стабільності ставить

питання не тільки про рівень незалежності, достатній для забезпечення останньої, але й про її структуру. Поширений стереотип про достатність операційної незалежності для підтримання цінової стабільності не спрацьовує на широкій виборці країн, хоча достатньо адекватний для розвинутих країн [14]. Однак, те, чому це спрацьовує у випадку розвинутих країн, слід пояснювати з низьким рівнем мотивації до опортуністичної поведінки з боку принципала (парламент, уряд тощо) та суспільним консенсусом з приводу оптимальних рівнів інфляції. У багатьох країнах з ринками, що формуються, такі умови не спостерігаються, або вони ще слабо виражені. Тому рівень політичної незалежності у них часто вищий, ніж у розвинутих країнах.

З фінансовою стабільністю ситуація ще складніша, оскільки під політичний тиск може потрапити і монетарна політика (тиск щодо непідвищення ставок під час розкручування спіралі дисбалансів, масштабних ін'єкцій ліквідності в моменти кризи, наслідком чого є інфляція та девальвація), і макропруденційна (тиск щодо незапровадження жорсткіших інструментів нейтралізації системних ризиків та обмеження проциклічності), і мікропруденційна (тиск щодо незапровадження жорсткіших вимог до надійності, ліквідності та платоспроможності банків тощо). Відсутність чіткого кількісного критерію фінансової стабільності розширює зону потенційних маніпуляцій щодо діяльності центробанку, а тривалий горизонт розгортання фінансового циклу є фактором міжчасових викривлень у політичних оцінках результатів активності регулятора, які можуть призвести до зміни курсу в розріз з суспільно оптимальним. Економічні агенти не можуть швидко коректувати свої рішення як у випадку з порушенням цінової стабільності, а тому "вигоди" від м'якої політики фінансової стабільності можуть

видаватися за політичні переваги одних, а наслідки – за "втрати", завдані іншими. В сукупності, міжчасові відмінності між фінансовою та ціновою стабільністю, а також вища вразливість економіки до опортуністичної поведінки принципала (економічні агенти є більш беззахисними перед нею, порівняно з випадком інфляції) призводить до того, що центробанк потребує не тільки операційної, але й політичної незалежності. Саме остання буде спільним знаменником інституціонального захисту монетарної та макропруденційної політики.

Невипадково, що емпіричні дослідження вказують на вагомість саме політичної незалежності центробанків для забезпечення довгострокової фінансової стабільності [24]. На основі їх узагальнення можна дійти наступних висновків.

По-перше, політична незалежність дає змогу уникати тиску на центробанк безвідносно до того, чи належить до його функцій банківський нагляд, чи ні. Також вона дає можливість нейтралізувати певні політичні "тертя" щодо проциклічних ефектів мікропруденційного регулювання в рамках компенсуючої монетарної політики.

По-друге, якщо політична незалежність є ключовою, то ново-кейнсіанська ортодоксія в стилі "1 мандат – 1 ціль – 1 інструмент" не має визначального значення. Головним буде самовідповідальність центрального банку, наділеного високим рівнем незалежності. Саме вона дає змогу проводити політику, наслідком якої є мінімізація вірогідності фінансової нестабільності.

По-третє, подібний емпіричний висновок знімає питання формального конфлікту між питанням цінової та фінансової стабільності. Індекс незалежності центробанку перебуває в оберненому зв'язку зі змінною, що характеризує цінову, і зі змінними, що характеризують фінансову нестабільність. Проте це ще не дає підстави стверджува-

ти, що цінова та фінансова стабільність не можуть бути конфліктними цілями, а лише є підтвердженням, що перша є важливою передумовою другої, але не достатньою.

По-четверте, співставлення емпіричних результатів за функціями реакцій з результатами щодо зв'язку між індексом незалежності та змінними фінансової нестабільності дає можливість констатувати наявність більш складної модальності цієї проблеми. Імплицитна схильність до реактивної політики може не суперечити жорсткішому підходу більш незалежного центробанку у випадку, коли останній достатньо чітко ідентифікує в параметрах варіації інфляції та ВВП фактор вірогідного фінансового стресу.

По-п'яте, ключова роль політичної незалежності щодо фінансової стабільності опосередковано кореспондує з висновками другої генерації досліджень зв'язку між монетарною автономією й інфляцією, в рамках якої основний наголос робиться на якості інститутів та рівні розвитку демократії як драйверів суспільного вибору на користь більш незалежних центробанків [22], [27], [28]. Такий висновок можна зробити на підставі чітких свідчень про обернений зв'язок між якістю інститутів і фінансовою нестабільністю.

Висновки. На основі вищезазначеного можна зробити такі висновки й узагальнення. Розширення зони відповідальності центробанків на підґрунті боротьби з наслідками глобальної фінансової кризи має сприйматись не як прояв зміщення у бік активізму примітивного кейнсіанського типу, а як реакція на посилення фінансових факторів макроекономічної нестабільності. Безвідносно до того, як взаємодіють між собою цінова та фінансова стабільність, віддзеркалюючи складність та нелінійність зв'язків між реальним і фінансовим сектором, інтегрований (монетарна політика + макропруденційна політика) погляд на макро-

фінансові стреси виглядає оптимальним, особливо у випадку країн з ринками, що формуються. В інституціональному плані розширена відповідальність центробанків за макрофінансові процеси має компенсуватися підвищенням рівня їх незалежності на основі збереження пріоритету мандату цінової стабільності, закріплення незалежності у здійсненні макро- та мікропруденційної політики. При цьому, відокремленість "офісів" реалізації політики цінової та фінансової стабільності не повинна розглядатись як перепона на шляху координації та перехресного взаємодоповнення відповідного інструментарію в разі, коли нагромадження фінансових дисбалансів не може бути ефективно нейтралізовано виключно на основі макропруденційних важелів.

Список використаних джерел

1. Claessens S. *An Overview of Macroprudential Policy Tools* / S. Claessens // *IMF Working Paper*. – 2014. – WP/14/214. – P. 1–37.
2. Claessens S. *Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities* / S. Claessens, S. Ghosh, R. Mihet // *IMF Working Paper*. – 2014. – WP/14/155. – P. 1–35.
3. Borio C. *Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?* / C. Borio // *BIS Working Paper*. – 2014. – № 440. – P. 1–23.
4. Borio C. *Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century* / C. Borio // *BIS Working Paper*. – 2006. – № 193. – P. 2–28.
5. Borio C. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes* / C. Borio, W. White // *BIS Working Paper*. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
6. Borio C. *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness?* / C. Borio, Ph. Lowe // *BIS Working Paper*. – 2004. – № 157. – P. 1–51.

7. Smets F. *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?* / F. Smets // *International Journal of Central Banking*. – 2014. – № 10(2). – P. 263–300.
8. Bauducco S. *Taylor Rule Under Financial Instability* / S. Bauducco, A. Bulir, M. Cihak // *IMF Working Paper*. – 2008. – WP/08/18. – P. 1–43.
9. Cecchetti St. *Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy?* / St. Cecchetti, L. Li // *NBER Working Paper*. – 2005. – №11830.
10. Bulir A. *Central Bankers' Dilemma When Banks Are Vulnerable: To Tighten or not to Tighten?* / A. Bulir, M. Cihak // *IMF Mimeo*. – 2008.
11. Cihak M. *Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence* / M. Cihak // *Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference*. Wiena, 2010. – P. 45–55.
12. Cihak M. *Central Bank Independence and Financial Stability* / M. Cihak // *IMF Mimeo*. – 2007.
13. Bordo M. *Central Bank Independence and Financial Crises in History* / M. Bordo // *Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference*. – Wiena, 2010. – P. 29–34.
14. Balls Ed. *Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like?* / Ed. Balls, J. Howart, A. Stansbury // *Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper*. – 2016. – № 67. – P. 1–113.
15. Bayoumi T. *Monetary Policy in the New Normal* / T. Bayoumi, G. Dell'Ariccia, K. Habermeier T. Mancini-Griffoli, F. Valencia // *IMF Staff Discussion Note*. – 2014. – № SDN/14/3. – P. 1–48.
16. Eichengreen B. *Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reform* / B. Eichengreen, M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrick, K. Rogoff, H. Song Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro, Y. Yu // *Brookings*. Wash. (D.C.). – 2011.
17. IMF. *Monetary Policy and Financial Stability* // *Staff Report*. – 2015. – Sept. – P. 1–66.
18. Masciandro D. *Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision: Trends and Determinants* / D. Masciandro, M. Quintyn, M. Taylor // *European Journal of Political Economy*. – 2008. – Vol. 24, Issue 4. – P. 833–848.
19. Acharya V. *Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective* / V. Acharya // *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper*. – 2015. – № 11. – P. 1–19.
20. Kydland F. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans* / F. Kydland, E. Prescott // *Journal of Political Economy*. – 1977. – № 85(3). – P. 473–492.
21. Козюк В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності* / В. Козюк. – Тернопіль : Економічна думка, 2009. – 728 с.
22. Козюк В. *Резервні валюти: глобальний периметр нестабільності* / В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2015. – 468 с.
23. Bernanke B. *Monetary Policy and Asset Prices Volatility* / B. Bernanke, M. Gertler // *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. – 1999. – Issue QIV. – P. 17–51.
24. Klomp J. *Central Bank Independence and Financial Instability* / J. Klomp, J. de Haan // *Journal of Financial Stability*. – 2009. – Dec.
25. Svensson L. *Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability* / L. Svensson // *Sveriges Riksbank Economic Review*. – 2012. – № 1. – P. 33–39.
26. Svensson L. *Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?* / L. Svensson // *IMF Working Paper*. – 2016. – № WP/16/3. – P. 1–76.
27. Dincer N. *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures* / N. Dincer, B. Eichengreen // *International Journal of Central Banking*. – 2014. – Vol. 10, No.1. – P. 189–253.
28. Bodea Cr. *Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions* / Cr. Bodea, R. Hicks // *November 6*. – 2012. – P. 1–42.

29. Козюк В. Незалежність центральних банків у сировинних економіках / В. Козюк // Вісник НБУ. – 2016. – Березень. – С. 6–25.

30. Козюк В. Незалежність центральних банків після глобальної фінансової кризи: “сіра зона статус-кво/В. Козюк//Вісник НБУ. – 2015. – Лютий. – С. 16–25.

31. Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy / O. Blanchard, G. Dell’Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Discussion Note. – 2010. – SDN/10/03. – P. 1–19.

32. Does Central Bank Independence Still Matter / Ed. by J. de Haan, D. Masciandro, M. Quintyn // European Journal of Political Economy. – 2008. – Vol. 24, Issue 4. – P. 717–848.

Reference

1. Claessens, S. (2014). An Overview of Macropprudential Policy Tools. IMF Working Paper. WP/14/214, 1–37.

2. Claessens, S., Ghosh, S., Mihet, R. (2014). Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities. IMF Working Paper. WP/14/155, 1–35.

3. Borio, C. (2014). Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery? BIS Working Paper, 440, 1–23.

4. Borio, C. (2006). Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century. BIS Working Paper, 193, 2–28.

5. Borio, C., White, W. (2004). Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims. BIS Working Paper, 147, 1–51.

6. Borio, C., Lowe, Ph. (2004). Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness? BIS Working Paper, 157, 1–51.

7. Smets, F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? International Journal of Central Banking, 10(2), 263–300.

8. Bauducco, S., Bulir, A., Cihak, M. (2008). Taylor Rule Under Financial Instability. IMF Working Paper. WP/08/18, 1–43.

9. Cecchetti, St., Li, L. (2005). Do Capital Adequacy Requirements Matter for Monetary Policy? NBER Working Paper, 11830.

10. Bulir, A., Cihak, M. (2008). Central Bankers’ Dilemma When Banks Are Vulnerable: To Tighten or not to Tighten? IMF. Mimeo.

11. Cihak, M. (2010). Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiена.

12. Cihak, M. (2007). Central Bank Independence and Financial Stability. IMF. Mimeo.

13. Bordo, M. (2010). Central Bank Independence and Financial Crises in History. Oesterreichische Nationalbank 38th Economic Conference. Wiена.

14. Balls, Ed, Howart, J., Stansbury, A. (2016). Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like? Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper, 67, 1–113.

15. Bayoumi, T., Dell’Ariccia, G., Habermeier, K. Mancini-Griffoli, T., Valencia, F. (2014). Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note. SDN/14/3, 1–48.

16. Eichengreen, B., El-Erian, M., Fraga, A., Ito, T., Pisani-Ferry, J., Prasad, E., Rajan, R., Ramos, M., Reinhart, C., Rey, H., Rodrick, D., Rogoff, K., Song Shin, H., Velasco, A., Weder di Mauro, B., Yu, Y. (2011). Rethinking Central Banking: Committee on International Economic Policy and Reform. Brookings. Wash. (D.C.).

17. IMF. (2015). Monetary Policy and Financial Stability. Staff Report. – Sept, 1–66.

18. Masciandro, D., Quintyn, M., Taylor, M. (2008). Inside and Outside the Central Bank: Independence and Accountability in Financial Supervision: Trends and Determinants. European Journal of Political Economy, 24, (4), 833–848.

19. Acharya, V. (2015). Financial Stability in the Broader Mandate for Central Banks: A Political Economy Perspective. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Paper, 11, 1–19.

20. Kydland, F., Prescott, E. (1977). *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473–492.

21. Koziuk, V. (2009). *Monetarni zasady hlobalnoi finansovoi stabilnosti [Monetary foundations for global financial stability]*. Ternopil: *Economichna dumka* [in Ukrainian].

22. Koziuk, V. (2015). *Rezervni valiuty: hlobalnyi perimetr nestabilnosti [Reserve currencies: global perimeter of instability]*. Ternopil: *Aston* [in Ukrainian].

23. Bernanke, B., Gertler, M. (1999). *Monetary Policy and Asset Prices Volatility*. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. Issue QIV, 17–51.

24. Klomp, J., de Haan, J. (2009). *Central Bank Independence and Financial Instability*. *Journal of Financial Stability*. Dec.

25. Svensson, L. (2012). *Comment on Michael Woodford, Inflation Targeting and Financial Stability*. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1, 33–39.

26. Svensson, L. (2016). *Cost-Benefits Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?* *IMF Working Paper*. WP/16/3, 1–76.

27. Dincer, N., Eichengreen, B. (2014). *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*. *International Journal of Central Banking*, 10 (1), 189–253.

28. Bodea, Cr., Hicks, R. (2012). *Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions*. November 6, 1–42.

29. Koziuk, V. (2016). *Nezalezhnist tsentralnykh bankiv u syrovynnykh ekonomikakh [Independence of central banks in commodity economies]*. *Visnyk NBU – Bulletin of the NBU*, March, 6–25.

30. Koziuk, V. (2015). *Nezalezhnist tsentralnykh bankiv pislia hlobalnoi finansovoi krysy: "sira zona status-kvo" [Central bank independence after global financial crisis: "grey zone of status-quo]*. *Visnyk NBU – Bulletin of the NBU*, Feb, 16–25.

31. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. *IMF Staff Discussion Note*, SDN/10/03, 1–19.

32. Haan, J. de, Masciandro, D., Quintyn, M. (Eds.). (2008). *Does Central Bank Independence Still Matter*. *European Journal of Political Economy*, 24 (4), 717–848.

Стаття надійшла до редакції 21.04.2017.