

ПЕРЕОСМИСЛЕННЯ ПРИНЦИПІВ КРЕДИТУВАННЯ І ФУНКЦІЙ
ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УМОВАХ ПОСИЛЕННЯ
ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Досліджено проблему взаємозв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю. Виявлено, що глобалізаційні процеси підвищують вразливість валютно-фінансової системи від впливу негативних зовнішніх шоків. Проаналізовано заходи з реформування міжнародної фінансової системи, спрямовані на посилення координуючих функцій з реалізації спільної стратегії на міжнародному рівні й переосмислено роль центрального банку як кредитора останньої інстанції.

The problem of the relationship between monetary policy and financial instability is researched. It is found that globalization increases the vulnerability of monetary and financial system from the effects of negative external shocks. The measures to reform the international financial system, aimed at strengthening the coordination functions of a common strategy at the international level and redefining the role of the central bank as lender of last resort are analyzed.

В основі розвитку глобальних макроекономічних та фінансових структурних зрушень лежить монетарний фактор. Саме монетарна політика центральних банків значною мірою визначає стан фінансової стабільності, як на національному, так і на міжнародному рівнях, і робить актуальним дослідження варіантів та способів її забезпечення.

На важливість дослідження взаємозв'язку монетарної політики з фінансовою нестабільністю в умовах посилення глобалізаційних процесів звертають увагу М. Бордо, К. Боріо, Б. Бернанке, Б. Ейхенгрін, Х. Мінські, Н. С'юссман, Г. Тоніоло, Е. Хансен, М. Головін, С. Андрюшин, В. Кузнєцова та інші зарубіжні вчені. Серед вітчизняних науковців значний внесок у розгляд проблем монетарних передумов забезпечення глобальної фінансової стабільності, вразливості національних економік до макрофінансових зрушень від змін глобальної ліквідності та нагромадженням структурних монетарних передумов глобальних макрофінансових дестабілізацій здійснили А. Гальчинський, А. Гриценко, О. Барановський, О. Дзюблюк, В. Козюк, Т. Кричевська, І. Лютий, В. Міщенко, Т. Унковська, М. Швайко та ін. Водночас у їхніх працях не приділено достатньої уваги дослідженню зв'язків між монетарною політикою та її наслідками для послаблення фінансової нестабільності, відповідності функцій центральних банків сучасним умовам, що робить актуальним теоретичний аналіз порушеної проблеми.

Сучасна міжнародна валютно-фінансова система через наявність значних недоліків не сприяє посиленню фінансової стабільності, а навпаки – створює передумови для виникнення значно більшої кількості фінансових криз. І саме глибокі й затяжні фінансові кризи 1990-х рр. у країнах Латинської Америки та Азії сприяли формуванню думки про необхідність реформування як міжнародної фінансової системи, так і міжнародної фінансової архітектури. З настанням глобальної фінансової кризи у 2007 р. дедалі більше експертів почали схилитися до думки, що процес реформування необхідно здійснювати в напрямку посилення координуючих функцій, які сприятимуть фінансовим інститутам «... формувати і реалізовувати на міжнародному рівні спільну стратегію з урегулювання та координації функціонування і розвитку світового фінансового ринку» [1, с. 8].

На офіційному рівні вперше про необхідність таких реформ заявив президент США Б. Клінтон під час виступу в Нью-Йоркській раді із зовнішніх зв'язків у вересні 1998 р. [2], а сценарій реформування світового валютного порядку представив міністр фінансів Великобританії Г. Браун [3; 4].

Розроблення й реалізація конкретних заходів із формування нових міжнародної фінансової системи і фінансової архітектури повинні спрямовуватися на дотримання головного принципу: «Досягнення органічного поєднання, з одного боку, відкритих ринків, а з іншого – макроекономічної стабільності та стійкості фінансових систем, які розглядаються як пріоритетні суспільні цінності, що вносять значний вклад у забезпечення економічного зростання і процвітання у світі» [5].

Посилення взаємозалежності між державами під впливом глобалізаційних процесів робить необхідним створення нових або реорганізації вже існуючих міжнародних фінансових організацій, які будуть наділені елементами наднаціональності, здатними вирішувати проблеми глобального характеру і сприяти досягненню загальнообов'язкової поведінки держав. На Лондонському саміті Великої двадцятки у квітні 2009 р. було поставлено питання про реформування світових фінансів і прийнято «План дій із виведення з глобальної фінансової кризи». Головне завдання цього документа – посилення ролі фінансового нагляду і регулювання, щоб підвищити надійність національних внутрішніх систем фінансового регулювання, посилити співробітництво між країнами і створити систему міжнародного погодження стандартів, необхідних для світової фінансової системи, убезпечувати її від ризиків, пом'якшувати наслідки фінансового і економічного циклу, запобігати прийняттю надмірно ризикових рішень, підтримувати ринкову дисципліну, поширити регулювання і нагляд на всі важливі фінансові установи і ринки та кредитно-рейтингові агентства тощо.

В цьому плані доцільно зазначити, що в ході сучасної фінансової кризи регуляторами розвинутих країн вже було проведено ряд скоординованих заходів, спрямованих на подолання негативних ефектів, що виникають у фінансовій системі певної національної економіки і в умовах посилення глобалізаційних процесів надто швидко передаються в інші країни. Зокрема, шість світових центральних банків наймогутніших країн, а також ряд центральних банків країн, які відчували потребу в додатковому фінансуванні у відповідній валюті, одночасно (8 жовтня 2008 р.) знизили процентні ставки, щоб не допускати використання конкурентного знецінення валюти для підтримки своїх економік.

На Даоському економічному форумі в січні 2010 р. особливу увагу було приділено питанням нагляду і контролю за діяльністю банківських установ. Серед запропонованих конкретних заходів доцільно виокремити:

- обмеження банківських операцій і ліміту зростання для великих фінансових корпорацій (Б. Обама, президент США);
- повернення до закону Гласса-Стігала, спрямованого на обмеження спекуляцій на банківському ринку та зловживаннями службовими становищами (Н. Рубені);
- удосконалення регулювання фінансового сектору, щоб він зосередився на фінансуванні реальної економіки (Ж.-К. Тріше, голова ЄЦБ);
- скоординований підхід на міжнародному рівні щодо запровадження узгоджених і універсальних правил національних регламентів нагляду за фінансовим сектором (Й. Аккерман, голова Дойче банку) [6].

Разом із цим, було визнано, що створити в найближчій перспективі фінансову структуру, яка запобігатиме майбутнім кризам, нереально. Тому потрібно зосередити увагу на підвищенні ефективності існуючої фінансової системи, щоби проблеми в одному секторі не призводили до колапсу в інших.

Вивчаючи практику антикризового регулювання, вплив традиційних заходів грошово-кредитної політики та їхні наслідки для різних груп країн, експерти приходять до висновків, що окремі з них слід «...переосмислити із врахуванням еволюції фінансових ринків та їх інтеграції в останні десятиріччя» [7, с. 71]. Особливо гострим є питання про переосмислення ролі центрального банку як кредитора останньої інстанції і про відповідність фундаментальних принципів такого кредитування сучасним вимогам. Адже внаслідок серйозних змін, які відбулися за останній період часу в цій галузі, центральні банки мають надавати підтримку вже неплатоспроможному фінансовому інституту (банки стикаються з проблемою дефіциту ліквідності, коли їхня платоспроможність перебуває під загрозою). З метою досягнення рівноваги у банківській і грошовій системах надання екстрених кредитів не повинно мати заборонний характер, а тому кредитування центральним банком має прив'язуватися до ставки докризового рівня, а не до ставки, що формується на ринку з початком паніки.

Важко реалізувати і положення про надання екстрених кредитів лише банкам, які мають надійне забезпечення. Банки звертаються за підтримкою до центрального банку переважно тоді, коли вже не спроможні залучити фінансування на міжбанківському ринку внаслідок відсутності якісних активів (пакета цінних паперів), і кількість таких банків постійно збільшується. І «лише центральний банк може надати кредитну допомогу під забезпечення сумнівної якості або без нього» [8].

Функція кредитора останньої інстанції зобов'язує центральний банк у кризових ситуаціях надавати підтримку ліквідністю окремим системно важливим, але неплатоспроможним інститутам або загалом фінансовому ринку. Нерішучі або повільні дії центрального банку при появі перших ознак дефіциту ліквідності ведуть до паніки на міжбанківському ринку, екстреної продажі найліквідніших активів, і врешті-решт – до обвалу цін на фінансові й реальні активи. Яскравим прикладом подібного розвитку

подій є банкрутство Промінвестбанку, який за величиною активів у рейтингу посідав 6 місце серед 178 банків (дані НБУ), яке спровокувало банкрутство інших банківських установ в Україні і посилює кризові явища в економіці країни.

З огляду на ці обставини, на наше переконання, доцільно внести у теорію кредитування останньої інстанції певні корективи, а саме:

- а) екстрене кредитування потрібно надавати в першу чергу системно важливим фінансовим інститутам, тобто вибірково;
- б) кредити доцільно надавати без штрафних ставок, щоб не підвищувати ринкових ставок і не затримувати кредитних операцій реципієнтів;
- в) вимоги щодо якості забезпечення мають враховувати значущість позичальників і глибину стресу фінансової системи країни.

Варто зазначити, що з метою недопущення найгіршого сценарію розвитку глобальної фінансової кризи багато центральних банків почали здійснювати нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики, а саме: тісне співробітництво центральних банків з урядами, в тому числі для поповнення ресурсної бази самих центральних банків [9]; перехід від регулювання процентної ставки до регулювання ліквідності банківської системи або окремих фінансових ринків; надання переваги операціям аутрайт з державними цінними паперами та іншими активами (тобто викуп їх центральними банками) замість операцій репо; подовження строків за кредитами центральних банків; кредитування небанківських фінансових посередників [10, с. 68].

Проміжна мета і механізми «нетрадиційної» грошово-кредитної політики залежать від структури фінансового сектору економіки і структури фінансових потоків. Якщо в складі фінансового сектору переважає банківська система (як у країнах ЄС, Великобританії), то проміжною метою грошово-кредитної політики стає збільшення ліквідності банківської системи загалом через збільшення пропозиції грошей в економіці. Її реалізація здійснюється через операції з безризиковими фінансовими інструментами, переважно через державні облігації, (політика «кількісного пом'якшення» – «quantitative easing») і через зміни в інструментарії грошово-кредитної політики, спрямованої на сприяння збільшенню пропозиції грошей в економіці.

При домінуванні у фінансовому секторі країни фінансових ринків (наприклад у США), дії центрального банку спрямовуються на розблокування роботи окремих сегментів фінансового ринку, які відіграють системоутворюючу і важливу роль при передачі сигналів від грошово-кредитної політики до економіки. Для цього було запроваджено серію нових інструментів грошово-кредитної політики з боку ФРС США. Центральний банк не лише здійснював викуп активів окремих сегментів фінансового ринку, а й збільшував резерви банківської системи. Такі дії отримали назву «політики пом'якшення умов кредитування» («credit easing») [11], проміжною метою якої є ліквідність окремих сегментів фінансового ринку, а операційною – ціни окремих фінансових активів чи процентні ставки за певними фінансовими інструментами.

В умовах посилення глобальної фінансової кризи і швидкого наростання дисбалансів фінансових ринків з другої половини 2007 р. центральні банки модифікували інструменти та інституційні рамки їхнього застосування при наданні кредиту останньої інстанції. Для подолання системної кризи ліквідності виникла необхідність у безпрецедентних за масштабами інтервенцій центральних банків, що привело до значного розширення їхніх балансових рахунків. Так, баланс ФРС США зріс з 870 млрд. дол. перед початком кризи до 2.2 трлн. дол. у січні 2010 р., серед яких 1,9 трлн. дол. становлять цінні папери за операціями аутрайт (зокрема, 971,3 млрд. дол. – цінні папери, забезпечені іпотекою, і 708,9 млрд. дол. – облігації Казначейства США) [12]. З 2007 по 2009 рр. відбулося зростання балансу ЄЦБ на 18 % і балансу Банку Англії більш ніж удвічі.

Заходи, які здійснювались центральними банками, були спрямовані на вирішення проблем з певного типу дефіциту ліквідності. Проте основна увага центральних банків була все ж спрямована на подолання системного дефіциту фінансування і ринкової ліквідності. З цією метою їхні зусилля були спрямовані: по-перше, на забезпечення доступності підтримуючої ліквідності для ключових фінансових інститутів; по-друге, на продовження строковості операцій з рефінансування у національній валюті й на відкриття свопових ліній з іншими центральними банками в іноземній валюті; по-третє, на надання фінансовим інститутам кредитів державними цінними паперами в обмін на низьколіквідні ринкові цінні папери; по-четверте, на реалізацію спеціальних програм кредитування небанківських установ.

На даний час дискусійним є і питання про спосіб виділення центральними банками кредитів останньої інстанції. Раніше панівною була думка, що навіть у кризових умовах екстрені кредити

повинні надаватися через операції на відкритому ринку або кредитні аукціони, оскільки пряме виділення центральними банками кредитів окремим банкам викривляє ринкове ціноутворення і умови конкуренції на фінансовому ринку. Проте глобальна фінансова криза показала, що названі ризики є значно меншими для національної економіки, ніж наслідки від краху системно важливих фінансових інститутів і банкрутств комерційних банків. Тому вважаємо слушними думки експертів, які допускають можливість прямого виділення ліквідності системоутворюючим банкам, від стабільності яких залежить стабільність інших фінансових інститутів і фінансової системи загалом [13].

Як свідчить практика, при системній фінансовій кризі інтервенції центральних банків є менш ефективними, оскільки сфера впливу доступних для них інструментів значно обмежена. Причина цього в тому, що «... фундаментальні проблеми, які породили системну кризу, знаходяться поза сферою безпосереднього впливу грошово-кредитної політики. Більша частина ринкової ліквідності і ліквідності фінансування навіть у кризових умовах генерується через угоди між приватними особами, які для фінансової системи виступають як екзогенний фактор» [7, с. 80]. З огляду на це важливим завданням, що стоїть перед центральними банками, є відновлення нормального функціонування фінансового посередництва у приватному секторі через купівлю і/або надання кредиту останньої інстанції в обмін на особливі класи боргів, що виникли на конкретних сегментах ринку. Подібна практика існувала у Великобританії з січня 2009 р. до лютого 2010 р., коли Банк Англії скуповував особливі активи (облігації і векселі) спочатку приватного сектору, а пізніше і державні облігації на загальну суму 200 млрд. фунтів стерлінгів, щоб знизити ліквідну і ризикову премію на них і сприяти поверненню на ринок іпотеки корпоративних облігацій і приватних інвесторів [14].

Світова фінансова криза загострила необхідність переосмислення принципів регулювання діяльності банків, посилила потребу в нових підходах і методах оцінки системних ризиків, створенні контрциклічних норм достатності капіталу та формуванні резервів на покриття можливих збитків. В цьому плані заслуговують уваги пропозиції А. Улюкаєва (перший заступник голови ЦБ РФ) щодо підвищення стійкості банківської системи шляхом запровадження необхідних стандартів ліквідності, які б визначали кількісні характеристики мінімальних порогів ліквідності за рахунок: розроблення достатньо простих принципів управління ризиком ліквідності, які дозволятимуть інвесторам і органам регулювання адекватно оцінювати рівень ліквідності; вироблення обов'язкового міжнародного стандарту мінімального рівня ліквідності, який даватиме змогу банківській системі вистояти при погіршенні економічної ситуації без значної допомоги з боку регулятора або держави; прийняття правила про те, що основна частина ліквідних ресурсів має складатися із державних облігацій та інших активів, які мають відносно стійку вартість у кризових ситуаціях (ЦБ приймають їх для операцій рефінансування); впровадження у практику роздільного управління ліквідністю у національних філіалах міжнародних банківських об'єднань [15, с. 13–14].

Для вирішення зазначених проблем Базельським комітетом з питань банківського нагляду розроблено пакет реформ (Базель III). Головною ідеєю реформи є «посилення стійкості банківської системи за рахунок збільшення ліквідних резервів та покращення якості капіталу, забезпечення банків від прийняття на себе надмірних ризиків» [16]. Метою ж запропонованих змін про капітал є підвищення якості, прозорості й удосконалення структури банківського капіталу для покриття ризиків і стимулювання заходів щодо створення резервних запасів.

Запровадження нововведень, які є жорсткішими й обов'язковими, на відміну від Базеля II, допоможуть банкам легше переносити періоди економічного та фінансового стресу, повернуть їх до простих схем бізнесу та універсальних операцій, посилять дисципліну в сфері торгівлі позабіржовими деривативами та стандартизацію торгівлі ними.

На нашу думку, недоліком Базеля III є відсутність заходів, спрямованих на зниження рівня ризиків, пов'язаних із функціонуванням транснаціональних фінансових інститутів та їхнім банкрутством. Оскільки ці установи є системоутворюючими і від них залежить фінансова стабільність у багатьох країнах світу, до них слід запровадити також додаткові вимоги щодо капіталу, ліквідності, що зменшить негативний вплив зовнішніх чинників на національні банківські системи.

Також вважаємо, що недостатньо уваги приділяється сек'ютиризації – як одному з найбільш розповсюджених інструментів фінансового ринку, який дозволяє перерозподіляти ризики серед широкого кола його учасників. Адже, як свідчить практика, надмірне використання сек'ютиризації надто ускладнило верифікацію надійності значного обсягу похідних цінних паперів. Модельні підходи, за допомогою яких рейтингові агентства оцінювали їхню надійність, часто неадекватно визначали

ризиками, що стало одним із тригерів фінансової кризи. Тому цілком слушною є пропозиція про «впровадження практики додаткового підвищеного резервування (або, можливо, додаткової вимоги до капіталу банку-емітента) на кожен сек'ютиризований випуск» [15, с. 13].

Одним із найбільших чинників, що породжують валютні та фондові кризи, є масштабні спекуляції, пов'язані з рухом капіталу. Тому дедалі більше фахівців схильються до думки про виправданість і навіть необхідність застосування окремих валютних обмежень для стримування дестабілізуючих потоків іноземного капіталу.

Отже, монетарна політика, яка реалізується центральними банками, значною мірою визначає стан фінансової стабільності не лише на національному, а й на міжнародному рівнях. У міру посилення глобалізаційних процесів поглиблюється взаємозалежність між фінансовими системами країн світу та їхня чутливість до зовнішніх негативних шоків. Це вимагає від міжнародної спільноти більшої координації діяльності центральних банків країн світу, переосмислення їхньої ролі як кредитора останньої інстанції в сучасних умовах.

Література

1. Барановський О. На шляху до нової фінансової архітектури / О. Барановський // Вісник НБУ. – 2010. – № 11 (177). – С. 8–15.
2. *The Wall Street Journal Europe*. – 1999. – 22. IV.
3. Brown G. A New Global Financial Architecture / G. Brown // *The Wall Street Journal Europe*. – 1998. – 6. X.
4. *Building a Strong World Financial System* // *The Wall Street Journal Europe*. – 1999. – 28. IV. – P. 10.
5. Новая глобальная финансовая архитектура. Soros G. Open Society. Reforming Global Capitalism. New York. Public Affairs, 2000. Chapter 10. A New Global Financial Architecture ; пер. с англ. к.э.н. С. Афонцева.
6. Говорова Н. Банкиры хотят оставаться большими [Електронний ресурс] / Н. Говорова. – Режим доступу : <http://www.gzt.ru/topnews/economics/-bankir-hotyat-ostavatisya-boljchimi-285422.html>.
7. Андрюшин С. Центральный банк как кредитор последней инстанции: новые вопросы теории денежно-кредитной политики / С. Андрюшин, В. Кузнецова // *Вопросы экономики*. – 2010. – № 12. – С. 71–73.
8. Cecchetti S. G. Central Bank Tools and Liquidity Shortages / S. G. Cecchetti, P. Disyatat // *FRBNY Economic Policy Review*. – 2010. – Aug. – P. 29–42.
9. Rochet I.-C. Why Are There So Many Banking Crises? / I.-C. Rochet // *The Politics and Policy of Bank Regulation*. – Princeton, NJ : Princeton University Press, 2008.
10. Кричевська Т. Фінансово-економічна криза і виклики для грошово-кредитної політики / Т. Кричевська // *Економіка України*. – 2009. – № 4. – С. 68.
11. Bernanke B. S. The Crisis and the Policy Response [Електронний ресурс] / B. S. Bernanke / *Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, January 13, 2009*. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
12. Federal Reserve Statistical release. H. 4.1. Factor Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement at Federal Reserve Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/releases/h4/Current>.
13. Rochet I. C. Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right after All? / I. C. Rochet, X. Vives // *Journal of the European Economic Association*. – 2004–. Vol. 2. – № 6. – P. 1116–1147.
14. Joyce M. The Financial Market Impact of Quantitative Easing / M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens, M. Tong M. // *Bank of England Working Paper*. – 2010. – № 393. – P. 11.
15. Улюкаев А. Глобальная нестабильность и реформа финансовой сферы России / А. Улюкаев, М. Куликов // *Вопросы экономики*. – 2010. – № 9. – С. 13–14.
16. Strengthening the resilience of the banking sector [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bcbs/64.pdf>.