

УДК 336.7:338.1:339.7

А. В. Шлапак,
д. е. н., доцент, завідувач кафедри міжнародної економіки,
Київський університет ім. Бориса Грінченка
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8697-7039>

DOI: 10.32702/2306-6814.2023.10.5

ПОТЕНЦІАЛ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ І ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИК В СИНХРОНІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ, БОРГОВИХ І БІЗНЕС-ЦИКЛІВ: КАНАЛИ ТРАНСМІСІЇ В УПРАВЛІННІ РИЗИКАМИ ТА ЛІКВІДНІСТЮ

A. Shlapak,
Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Head of the Department
of International Economics, Borys Grinchenko Kyiv University

THE POTENTIAL OF MACROPRUDENTIAL AND MONETARY POLICY IN THE SYNCHRONIZATION
OF FINANCIAL, DEBT AND BUSINESS CYCLES: CHANNELS OF TRANSMISSION IN RISK AND
LIQUIDITY MANAGEMENT

В статті, мета якої полягає у дослідженні системних взаємозв'язків між грошовим ринком і ринком кредиту, а також у виявленні потенціалу елімінування або підсилення їхнього впливу на стан макроекономічного і фінансового середовища інструментами грошово-кредитної і макропруденційної політик, охарактеризовано сутність і прояви грошових і кредитних флуктуацій у макроекономічних процесах, визначено роль, яку вони можуть відіграти у посиленні, поширенні та виникненні потрясінь на різних етапах економічного циклу, а також проаналізовано сутність фінансового циклу та канали його впливу на ціни активів, розподіл ризиків та портфелі активів. Ідентифіковано прояви типового циклу підйому-спаду і встановлено, що під час фази підйому фінансового циклу м'які фінансові обмеження і зниження несприйняття ризику самопосилуються, створюючи підґрунтя для зростання цін на активи. У результаті премія за ризик падає, що спонукає до активнішої поведінки у пошуках доходу, збільшуються як попит, так і пропозиція боргових зобов'язань домогосподарств та корпорацій. Встановлено, що фінансові цикли можуть фіналізуватись фінансовими кризами, що виникають раптово: премії за ризик швидко збільшуються; борговий тягар зростає; масштабний продаж фінансових активів та об'єктів нерухомості призводить до різкої корекції цін. Виявлення сучасних проявів дестабілізації у банківському секторі США та країн ЄС підкреслило фундаментальні розбіжності у сучас-

ному макроекономічному мисленні — між теоріями, які розглядають фінансову систему як несуттєвучи принаймні не центральну для розуміння економічних результатів, і теоріями, що відводять центральну роль фінансовому посередництву і банківському зокрема. Економічна історія відіграє у цих дебатах вирішальну роль, адже емпіричний досвід дозволяє не лише встановити необхідні трансмісійні канали в межах фінансових, кредитних і ділових циклах, які зазвичай відбуваються приблизно один раз на десятиліття, але й дослідити практику угамування депресій та виходу із фінансових криз, використовуючи інструментарій грошово-кредитної і податково-бюджетної політик. Виявлено, що в тій мірі, в якій м'яка грошово-кредитна політика може підвищити інфляцію та зростання номінального доходу, може відбуватись зміна тягара погашення боргу для позичальників. При цьому проблема для центральних банків полягає в тому, щоб визначити, який рівень ризику є бажаним, і коли саме фінансові ризики стають досить суттєвими, щоб потенційно становити загрозу макроекономічній стабільності. Розглянуто інструменти макропруденційної політики, які слід використовувати для забезпечення цінової та економічної стабільності і управління діловими та фінансовими циклами, за умови, що вони іноді суперечать один одному. Доведено спроможність макропруденційної політики виступати засобом управління ризиками. що монетарна та макропруденційна політика можуть взаємодіяти між собою, посилюючи один одного, коли цикли синхронізовані. Однак, коли діловий та фінансовий цикли не синхронізовані, ці політики можуть діяти у різних напрямках та протидіяти ефекту один одного: грошово-кредитна політика може сприяти накопиченню ризиків і, отже, формувати запит на відповідний курс макропруденційної політики. Перспективним стає включення до розгляду макропруденційної і грошово-кредитної політик також і фіскальної політики, яка спрямована, серед іншого, на корекцію ділового циклу, що дозволяє виявити у них спільні риси, і будь-який конфлікт у їхній реалізації, як правило, виникає через політичні обмеження. Узагальнено канали взаємозалежності між грошовим ринком, кредитним ринком, ринком нерухомості і фінансовими циклами.

In the article, the purpose of which is to study the systemic interrelationships between the money market and the credit market, as well as to identify the potential for eliminating or strengthening their influence on the state of the macroeconomic and financial environment by means of monetary and credit and macroprudential policies, the essence and manifestations of monetary and credit fluctuations in macroeconomic processes, the role that they can play in the strengthening, spread and occurrence of shocks at various stages of the economic cycle is determined, and the essence of the financial cycle and the channels of its influence on asset prices, risk distribution and asset portfolios are analyzed. Manifestations of a typical boom-bust cycle have been identified and it has been established that during the boom phase of the financial cycle, soft financial restrictions and a decrease in risk aversion are self-reinforcing, creating the basis for rising asset prices. As a result, the risk premium falls, which encourages more active behavior in search of income, and increases both the demand and the supply of debt obligations of households and corporations. It has been established that financial cycles can be finalized by sudden financial crises: risk premiums increase rapidly; the debt burden is growing; the large-scale sale of financial assets and real estate leads to a sharp price correction. The identification of modern manifestations of destabilization in the banking sector of the USA and EU countries highlighted the fundamental differences in modern macroeconomic thinking — between theories that consider the financial system as insignificant or at least not central to understanding economic results, and theories that assign a central role to financial intermediation and banking in particular. Economic history plays a crucial role in this debate, because empirical experience allows not only to establish the necessary transmission channels within financial, credit and business cycles, which usually occur about once a decade, but also to investigate the practice of alleviating depressions and exiting financial crises using toolkit of monetary and fiscal and budgetary policies. It has been found that to the extent that soft monetary policy can increase inflation and nominal income growth, there may be a shift in the debt repayment burden for borrowers. The challenge for central banks, then, is to determine what level of risk is desirable and when exactly financial risks become significant enough to potentially threaten macroeconomic stability. The tools of macroprudential policy, which should be used to ensure price and economic stability and manage business and financial cycles, are considered, provided that they sometimes contradict each other. The ability of macroprudential policy to act as a means of risk management has been proven. that monetary and macroprudential policies can interact with each other, reinforcing each other when

the cycles are synchronized. However, when business and financial cycles are not synchronized, these policies can act in different directions and counteract each other's effects: monetary policy can contribute to the accumulation of risks and, therefore, shape the demand for the appropriate course of macroprudential policy. It is promising to include in the consideration of macroprudential and monetary policies, as well as fiscal policies, which are aimed, among other things, at the correction of the business cycle, which allows us to identify common features in them, and any conflict in their implementation, as a rule, arises due to political limitation. It has been established that the flexibility of using monetary policy instruments is that there are a number of channels through which it can influence behavior related to risk perception. It found that a scenario in which economic activity is in a contraction phase and the financial cycle is in an expansion phase implies increasing pressure on the central bank (CB) to ease its policy, but at a time when recessionary risks are becoming unacceptable high, a change in the rate of the Central Bank may be detrimental to macroeconomic stability. The choice the CB makes in this situation will depend on the importance it places on achieving its goals in the long or short term. Channels of interdependence between the money market, credit market, real estate market and financial cycles are summarized.

Ключові слова: бізнес-цикл, синхронізація циклів, фінансовий цикл, борговий цикл, грошовий ринок, кредитний ринок, ринок нерухомості, банківський сектор, макропруденційна політика, грошово-кредитна політика, ліквідність, ціни активів.

Key words: business cycle, synchronization of cycles, financial cycle, debt cycle, money market, credit market, real estate market, banking sector, macroprudential policy, monetary policy, liquidity, asset prices.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Оцінка ступеня взаємозалежності стану ринку грошей та динаміки розвитку банківського сектору відчула потужних змін і не відрізняється однотайністю. Криза 2008—2009 років відродила новий інтерес до вивчення грошових і кредитних флуктуацій у макроекономічних процесах і тієї вирішальної ролі, яку вони можуть відіграти у посиленні, поширенні та виникненні потрясіння на різних етапах економічного циклу. За роки, що минули після світової фінансової кризи, з'явилося глибше розуміння фінансових циклів та їхнього впливу на ціни активів, розподіл ризиків та портфелі активів. З'являється все більше свідчень типового циклу підйому-спаду: під час фази підйому фінансового циклу м'які фінансові обмеження і зниження несприйняття ризику самопосилюються, створюючи підґрунтя для зростання цін на активи. У результаті премія за ризик падає, що спонукає до активнішої поведінки у пошуках доходу, збільшуються як попит, так і пропозиція боргових зобов'язань домогосподарств та корпорацій. Фінансові цикли можуть фіналізуватись фінансовими кризами, що виникають раптово: премії за ризик швидко збільшуються; борговий тягар зростає; масштабний продаж фінансових активів та об'єктів нерухомості призводить до різкої корекції цін. Під впливом фінансової лібералізації національні фінансові цикли відчувають вплив глобального фінансового циклу, який виразно визначається грошово-кредитною політикою у Сполучених Штатах Америки.

Ідентифікація причин фінансової кризи у США в 2008 р. залишається напрочуд суперечливою, втім провідна роль цінних коливань на ринку житла та ринках фінансових активів визнається однотайно. Ціни на житло почали швидко зростати в кінці 1990-х років і до 2000 років набагато перевищили зростання доходів або вартості орендної плати. На своєму піку в 2006 році ціни на житло були майже на 50% вищими за норму. Більшість аналітиків вказують на подальшу трансформацію цих активів у екзотичні інструменти вторинного ринку як на ключові фактори, що призвели до бульбашки цін нажитло. Колапсування цієї бульбашки та подальший обвал ринку субстандартних іпотечних кредитів ініціювали ланцюговий обвал ринків сек'юритизованих активів та кризу довіри фінансових інститутів.

Сучасні прояви дестабілізації у банківському секторі США та країн ЄС підкреслюють фундаментальні розбіжності у сучасному макроекономічному мисленні — між теоріями, які розглядають фінансову систему як несуттєву чи принаймні не центральну для розуміння економічних результатів, і теоріями, що відводять центральну роль фінансовому посередництву і банківському зокрема. Економічна історія відіграє у цих дебатах вирішальну роль, адже емпіричний досвід дозволяє не лише встановити необхідні трансмісійні канали в межах фінансових, кредитних і ділових циклах, які зазвичай відбуваються приблизно один раз на десятиліття, але й дослідити практику угамування депресій та виходу із фінансових криз, використовуючи

інструментарій грошово-кредитної і податково-бюджетної політик.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Як зауважують К. Фрейшасі і Ж.-Ш. Роше, економічні уявлення про роль грошей та кредиту в макроekonomіці постійно трансформуються [1]. Досвід кінця ХІХ та початку ХХ століть, включаючи потрясіння 1930-х років, ліг в основу теорій грошей, які нерозривно пов'язані із постатями М. Фрідмана та А. Шварц [2]. Питання про те, чи завжди кредитна поведінка банків відповідала грошово-кредитній політиці, зачіпає питання ефективності останньої в частині можливості порушення роботи каналу банківського кредитування). У дослідженнях Дж. Стігліца і Б. Грінвальда [3] стверджується, що в часи економічного або фінансового спаду здатність директивних органів спонукати банки збільшити пропозицію кредиту є вкрай обмеженою. Починаючи з робіт Ф. Мішкіна [4], Б. Бернанке [5] і М. Гертлера [6] та, спираючись на ідеї Дж. Г. Герлі і Є. С. Шоу [7], дослідження кредитного механізму передбачають розробку моделей фінансового акселератора, в яких кредит значною мірою пасивний — він поширює шоки, а не є незалежним інструментом змін [8]. І хоча динаміка грошей, кредиту та випуску у довгостроковій ретроспективі зазвичай не досліджувалась, Т. Адріан та Х. Шин [9], Т. Мендоза та Х. С. Терронес [10], а також М. Х'юм та А. Сентанс [11] проаналізували структурні зміни у фінансовій системі за останні роки та їх наслідки для фінансової стабільності та грошово-кредитної політики. Ними було встановлено, що так само, як ділові цикли пов'язані з рецесіями, фінансовий цикл передбачає можливість протікання фінансових рецесій, тобто рецесій, що відбуваються у тандемі з банківськими кризами. На відміну від інших рецесій, фінансові рецесії відбуваються рідше, глибше та довше. Як зазначають Ф. Буассе, Ф. Коллард і Ф. Сметс [12], фінансові рецесії є наслідками кредитних бумів. Відтак кредит постає необхідним індикатором фінансових циклів. Іншими словами, кредит може загострювати проблему накопичення дисбалансів у фінансовому циклі, що передвіщають фінансовий спад і його подальше згорання. О. Жорда, М. Шуларик і А.М. Тейлор [13] наводять докази того, що скорочення обсягів кредиту передусім настанню фінансових криз. Дослідження К. Азаріадіса [14] доводить, що кредит може бути джерелом нестабільності, а не просто підсилювачем потрясінь, як це описано у підході фінансового акселератора Б.С. Бернанке [15], М. Гертлера і С. Гілкріста [16], Р. Банерджи, Дж. М. Серена [17], К. Фороні, П. Гелайн і М. Марселліно [18], а також Н. Кійотакі і Дж. Мур [19], які стверджували, що ендогенна фінансова нестабільність може поширюватись саме через кредитний канал, який підштовхує настрої інвесторів або до надмірного оптимізму, або до паніки. Е. Мендоза і М. Терронес [10] та Г. Гортон та Г. Ордоньєс [20] відзначають, що не всі кредитні буми призводять до фінансової кризи, через те, що саме стан балансів банків стає важливим фактором, що визначає здатність економічних агентів брати і позичати ресурси [21]. З цієї точки зору, зміни цін на активи змінюють чисту вартість агента і, наприклад, за рахунок викорис-

тання активу як застави та пов'язаного з ним впливу на левередж, тим самим впливають на масштаб запозичення та кредитування. Важливість цієї взаємодії була у центрі досліджень циклів левериджу — управління рентабельністю капіталу за рахунок зміни співвідношення власних та позикових коштів, наприклад, у працях Дж. Геанакополоса [22], М. Бруннермайєра та Л. Педерсена [23], Д. Громба та Д. Ваяноса [24], Т. Адріана та Х. Шина [25], які виокремлювали європейську концепцію циклу левериджу (можливість збільшення рентабельності власного капіталу підприємства при використанні позикових коштів) і американську концепцію циклу левериджу (коли зростання відсотків за позиковими ресурсами зменшує чистий прибуток, що припадає на кожну акцію підприємства). Роль кредиту у фінансовому циклі віддзеркалює динаміка цін на нерухомість, акції та облігації. Важливість цін на нерухомість, наприклад, відзначена у працях М. Яков'єлло [26], який вводить заставні обмеження, що визначаються вартістю нерухомості, у модель грошового ділового циклу, оскільки емпіричні дані показують, що значна частина запозичень забезпечена саме нерухомістю, що повністю підтверджується висновками творчого доробку Д. Хардінга і А. Пагана [27], які зазначають, що ризики для фінансової стабільності тісно пов'язані з розвитком кредитування нерухомості. Р. Даліо [28] надає емпіричні дані про те, що рецесії, відзначені падінням цін на житло, як правило, більш глибокі та тривалі. Р. Даліо доводить, що більша частина накопичення системного ризику після Другої світової війни була пов'язана не лише із динамікою цін на акції, але із динамікою цін у секторі нерухомості. С. Гілкріст, В. Янков та Е. Закрайшек [29] виявили, що несподіване збільшення спредів по облігаціях, тобто корпоративної прибутковості за вирахуванням безризикової прибутковості, викликає значне та стійке скорочення економічної активності.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті полягає у дослідженні системних взаємозв'язків між грошовим ринком і ринком кредиту, а також у виявленні потенціалу елімінування або підсилення їхнього впливу на стан макроекономічного і фінансового середовища інструментами грошово-кредитної і макропруденційної політик.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Грошово-кредитна політика зазвичай вважається дієвим інструментом управління діловим циклом, адже відсоткові ставки дають економічним агентам цінний сигнал для міжчасового перерозподілу ресурсів, що, в теорії, має утримувати безробіття та інфляцію на цільовому рівні [30]. При цьому грошово-кредитна політика також впливає на динаміку кредиту, а відтак на інфляцію та ціни на активи. Отже, якщо макроекономічні умови і зокрема, показники інфляції вимагають нижчих відсоткових ставок, попри те, що темпи зростання попиту на кредит все ще надто високі, слід використовувати грошово-кредитну політику для обмеження потенційних ризиків для економічної активності в перспективі з тим, аби елімінувати "ефект лавини". Останній проявляється в ситуації, коли зростають дефолти та запит на

реструктуризацію боргів і загострюється боротьба за гроші, яка фіналізується браком ліквідності. Р. Даліо змальовує "ефект лавини" в такий спосіб: спочатку грошей, які надходять до боржників у вигляді доходів і за позичень, стає недостатньо, щоб забезпечувати їх зобов'язання; доводиться розпродувати активи та скорочувати витрати, щоб залучити більше грошей; це призводить до падіння вартості активів, що скорочує вартість заставного майна та, у свою чергу, скорочує доходи. Оскільки кредитоспроможність позичальників вимірюється не лише вартістю їх активів/заставного майна (чистою вартістю активів) відносно їх боргів, а і розміром їх доходів по відношенню до розміру коштів з обслуговування боргу, і оскільки вартість їх чистих активів і доходи падають швидше за зменшення боргів, позичальники втрачають кредитоспроможність, а позикодавці дедалі більше неохоче надають їм позики. Такий процес розвивається по спіралі [28].

Ризики, які обговорюються в літературі з фінансового циклу, враховують не лише ризики для балансів фінансових установ, а й ризики для нефінансових балансів приватного сектору. Ці ризики можуть бути посилені надто високими цінами на активи та високими темпами інфляції, тоді як кредит зростає нестійкими темпами. Адепти політики невтручання переконують, що, мовляв, ринки ефективні, а домогосподарства і фірми усвідомлюють ризики, на які вони йдуть. Інший аргумент, однак, полягає в тому, що ці ризики між домогосподарствами і фірмами корельовані, і що зовнішні ефекти, пов'язані з одномоментним виникненням фінансових труднощів у низки домогосподарств і фірм, є вкрай руйнівними для фінансової системи, а відтак це виправдовує політику втручання для забезпечення належного управління цими конкретними ризиками з метою мінімізації негативних наслідків реалізації сценаріїв дефолту.

Гнучкість використання інструментів грошово-кредитної політики полягає в тому, що існує ряд каналів, якими вона може впливати на поведінку, пов'язану із прийняттям ризику. Нижчі відсоткові ставки можуть спонукати банки брати на себе більше ризиків, таких як вищий левередж, більша невідповідність термінів погашення та простіші стандарти кредитування. Нижчі відсоткові ставки також можуть спонукати інвесторів шукати вищу прибутковість, а відтак наражати себе на більший ризик. У сукупності їх часто називають "ризиковим каналом" грошово-кредитної політики. Крім того, вищі ціни на активи внаслідок нижчих ставок збільшують вартість застави, потенційно стимулюючи збільшення запозичень і викликаючи бум цін на активи, що підживлюється кредитом. Як альтернатива, вищі відсоткові ставки збільшують тягар погашення боргу, що потенційно може призвести до вищих показників дефолтів. Вищі відсоткові ставки також чинять тиск на вартість фінансування банків, тим самим знижуючи їхню норму прибутку і потенційно спонукаючи їх до більш ризикованого кредитування [31]. Підвищення обмінного курсу, пов'язане із підвищенням процентних ставок, може стимулювати запозичення в іноземній валюті, що може створити значні ризики для нехеджованих позичальників в іноземній валюті під час будь-якого знецінення валюти. "Канал прийняття ризику" має тенденцію домінувати у поведінці банків щодо прийняття ризику під час

зростання фінансового циклу, тоді як канал прибутковості, як правило, домінує на етапі скорочення фінансового циклу. Сценарій, за яким економічна активність знаходиться у фазі скорочення, а фінансовий цикл перебуває у фазі зростання, передбачає зростання тиску на центральний банк (ЦБ), щоб він пом'якшив свою політику, але в той час, коли ризики рецесії стають неприйнятно високими, зміна курсу ЦБ може виявитись згубним для макроекономічної стабільності. Вибір, який зробить ЦБ у цій ситуації, залежатиме від того, яке значення він надає досягненню своїх цілей у довгостроковій чи короткостроковій перспективі. У разі, якщо політика ЦБ орієнтована на таргетування інфляції, важливим стає вплив на інфляційні очікування, оскільки тривале відхилення від цільового показника інфляції може призвести до зміни очікувань і, отже, зробити недосяжним таргетування інфляції в довгостроковій перспективі. Незважаючи на можливість короткострокового конфлікту, у довгостроковій перспективі стабільність цін повинна мати деякі позитивні наслідки для фінансової стабільності, і навпаки, оскільки стабільне макроекономічне середовище та стабільне фінансове середовище є необхідними умовами один для одного.

Крім того, в тій мірі, в якій м'яка грошово-кредитна політика може підвищити інфляцію та зростання номінального доходу, може відбуватись зміна тягаря погашення боргу для позичальників, адже під час спаду деякі ризики стають виправданими для заохочення інвестицій в цілях стимулювання економічного зростання. Проблема центральних банків полягає в тому, щоб визначити, який рівень ризику є бажаним і коли ці фінансові ризики стають досить суттєвими, щоб потенційно становити загрозу макроекономічній стабільності. Тут значної ролі відіграє саме макропруденційна політика. Існують докази того, що вплив зниження процентних ставок на готовність банків сприймати вищі показники ризику знижується за більш жорсткої макропруденційної політики. Таким чином, це доводить спроможність макропруденційної політики виступати засобом управління ризиками.

Це актуалізує питання того, які саме інструменти слід використовувати для забезпечення цінової та економічної стабільності і чи можливо покладатися на один інструмент для управління діловими та фінансовими циклами (за умови, що вони іноді суперечать один одному). Дж. Тінберген [32] припускає, що кількість інструментів політики, які слід використовувати, дорівнює кількості цілей політики. Інструменти політики слід використовувати для досягнення цілей, яких вони можуть досягти найефективніше. Цей принцип передбачає, що грошово-кредитна політика має бути спрямована на досягнення цінової стабільності там, де вона довела свою ефективність, та залишити інші інструменти для досягнення інших цілей політики. Оскільки номінальна відсоткова ставка є лише одним із інструментів макропруденційної політики, вона має бути доповнена альтернативними інструментами управління фінансовим циклом. Глобальний фінансовий цикл піддає ринки, що розвиваються, значним коливанням припливу капіталу. Загальноприйнятим політичним рецептом є підвищення стійкості за рахунок обмеження потоків капіталу, наприклад, шляхом застосування заходів контролю за

рухом капіталу. Втім існує альтернативний підхід, згідно з яким країни можуть компенсувати волатильність припливу капіталу, нівелюючи відтік капіталу, що вимагає накопичення резервів, коли притік капіталу високий, та використання їх для викупу внутрішніх активів за нижчими цінами, коли іноземні інвестори відмовляються від інвестування. У фінансово розвинених країнах таку буферну роль відіграє приватний сектор. Проте існує консенсусна позиція щодо того, що використання грошово-кредитної політики як інструменту вирішення проблем, пов'язаних з ризиками, що постають перед фінансовою системою, вимагатиме значних змін процентних ставок, що стає неефективним і дорогим механізмом, особливо по мірі загострення ризиків стабільності фінансової системи [30]. Не слід ігнорувати той факт, що макропруденційна політика складається з ряду інструментів, що означає, що вона може мати більшу гнучкість для управління конкретними ризиками та дозволяє грошово-кредитній політиці зосередитися на своїх основних цілях [33]. До найпоширеніших макропруденційних інструментів відносяться обмеження обсягів кредитування і мінімальні вимоги до капіталу, які можуть бути націлені на усунення накопичення ризиків для сектору домогосподарств та підвищення стійкості фінансової системи. Однак малоімовірно, що макропруденційна політика здатна повністю впоратися з усіма типами ризиків, що накопичуються під час фази зростання фінансового циклу [34].

Побічним ефектом використання макропруденційної політики для обмеження кредитування певного сектора економіки є перенаправлення позичальників у нерегульовані фінансові установи (тіньова банківська система), де особи, які визначають політику, зазвичай мають обмежений вплив; у цьому випадку такий інструмент, такий як грошово-кредитна політика, міг би бути більш ефективним за рахунок контролю вартості фінансових ресурсів. Спроби використовувати макропруденційні інструменти для управління фінансовими ризиками можуть змінити сприйняття доступності ступеня ризиковості проєктів, що реалізуються, оскільки кредитування приватного сектора стає обов'язковим обмеженням економічної діяльності [18]. Це означає, що деяким перспективним, хоч і більш ризикованим інвестиціям може бути відмовлено у фінансуванні, що може призвести до зменшення фінансування інновацій, які потенційно сприяли б вищому зростанню продуктивності. Незважаючи на ці потенційні обмеження та витрати, макропруденційна політика може елімінувати деякі типи ризиків, оскільки грошово-кредитна політика намагається стабілізувати економічну активність. Це означає, що монетарна та макропруденційна політика можуть взаємодіяти між собою, посилюючи один одного, коли цикли синхронізовані. Однак, коли діловий та фінансовий цикли не синхронізовані, ці політики можуть діяти у різних напрямках та протидіяти ефекту один одного: грошово-кредитна політика може сприяти накопиченню ризиків і, отже, формувати запит на відповідний курс макропруденційної політики. Перспективним стає включення до розгляду макропруденційної і грошово-кредитної політик також і фіскальної політики, яка спрямована, серед іншого, на корекцію ділового циклу, що дозволяє виявити у них спільні риси, і будь-

який конфлікт у їхній реалізації, як правило, виникає через політичні обмеження. Канали передачі між грошово-кредитною та макропруденційною політикою частково перетинатимуться, оскільки обидві політики працюють для досягнення своїх цілей, впливаючи на цінову стабільність, доступність кредиту в економіці, а також на ціни активів. При цьому ступінь значущості взаємодії між цими політиками залежатиме від характеру використовуваного макропруденційного інструменту [35].

Макропруденційні інструменти, що передбачають контроль за капіталом, можуть змінити ціну та пропозицію кредиту, оскільки фінансування за посередництвом пайових фондів зазвичай дорожче за боргове фінансування. Відтак більш високі вимоги до капіталу банків мають можливість збільшити нерозподілений прибуток за рахунок нижчих виплат дивідендів, залучення нового капіталу та перекладання на позичальників більш високих витрат на фінансування у вигляді більш високих ставок за кредитами або зміни складу чи розміру їхнього кредитного портфеля. Усі варіанти можуть вплинути на сукупний попит, а відтак і на інфляцію, а зміни у активах банків можуть скоротити пропозицію кредиту [36]. Вищі кредитні ставки можуть компенсувати деякі ефекти адаптивної грошово-кредитної політики, що стимулюють запозичення та поточне споживання. Хоча в разі, якщо банки вирішать залучити новий капітал, висока конкуренція на ринку капіталів може обмежити їхню здатність підвищувати кредитні ставки. Інструменти макропруденційної політики можуть регулювати утримання банками неліквідних активів, змінити пропозицію кредиту (наприклад, умови довгострокового кредитування) і тією мірою, якою вони впливають на прибутковість банку, можуть призвести до вищих ставок за кредитами. Крім того, банки можуть вдасться до зміни своїх профілів фінансування, що може зробити фінансування дорожчим. Для позичальників це означатиме вищі кредитні ставки, що знизить ефективність грошово-кредитної політики.

ВИСНОВКИ

Дослідженню впливу фінансових факторів на макроекономіку сприяли швидкий розвиток інформаційної економіки, теорії корпоративних фінансів та теорії фінансового посередництва, в межах яких все більшого визнання отримав підхід, заснований на недосконалості фінансового ринку і такий, що фокусується на ролі кредиту у грошовій трансмісії та економічних коливаннях. Особливий погляд на кредит підкреслює визначну роль банків та важливість кредиту, враховуючи такі фактори викривлення ринків, як асиметричність інформації та неоднорідність економічних агентів. Натомість, альтернативний підхід, що фокусується на ролі грошей і механізмі грошової трансмісії, ігноруючи фінансове посередництво та діяльність банків як детермінуючі фактори розвитку фінансових циклів, стверджує, що саме грошова політика впливає на економічну активність через зміну грошової маси і процентні ставки. Узагальнення взаємозалежностей між грошовим ринком, кредитним ринком, ринком нерухомості і фінансовими циклами дозволяє встановити таке: (1) фінансові потрясіння, як правило, тривалі, тоді як підйоми віднос-

но нетривалі; (2) цикли цін на акції та цін на нерухомість зазвичай довші та більш виражені, ніж цикли кредиту; (3) цикли цін на акції коротші за цикли цін на нерухомість; (4) цикли кредиту та цін на нерухомість найбільш синхронізованими усередині країн; (5) ступінь синхронізації між країнами є найвищою для циклів кредиту та капіталу, та збільшується з часом під впливом лібералізації міжнародних потоків капіталу; (6) існує виразний ефект зворотного зв'язку між ціною на нерухомість та кредитними циклами, оскільки збої на одному ринку посилюють інший; (7) глобально синхронізовані фінансові спади призводять до більш тривалих та глибоких кредитних циклів; (8) кредитні спади, які накладаються на обвали цін на нерухомість, довші та глибші, ніж інші кредитні спади, що доводить, що два цикли підживлюють один одного, оскільки купівля житла фінансується за рахунок іпотечних кредитів, які становлять значну частку кредитних ринків; (9) коли кредитні спади збігаються з обвалами цін на акції, їхня тривалість не збільшується значно, але ці спади серйозніші за інші; (10) коли кредитні спади супроводжуються фінансовими кризами, вони набагато триваліші, глибші і жорстокіші, ніж інші спади; (11) між спадом на ринку нерухомості та спадом цін на акції існує більш тісний зв'язок, адже коли ці два явища накладаються один на одного, виникає різниця в тривалості (хоч і незначна), глибині та інтенсивності в порівнянні з іншими спадами; (12) спад на ринку нерухомості, пов'язаний із фінансовою кризою, триває довше і глибше, ніж інші спади, втім зростання цін на нерухомість стає тривалішим і виразнішим, коли воно збігається з бумами на ринках кредиту та акцій; (13) виразні зв'язки між кредитними циклами та цінами на активи посилюються механізмом фінансового акселератора, що пов'язано з тим, що зменшення власного капіталу, викликане, серед іншого, падінням цін на активи, змушує позичальників скорочувати свої витрати, інвестиції та попит на кредит.

В цілому, коли цикли синхронізовані, макроруденційна політика має посилювати грошово-кредитну політику. Коли цикли не синхронізовані, макроруденційна політика може працювати проти грошово-кредитної політики, протидіючи її впливу на ціну та кількість кредиту в економіці та, отже, на внутрішній попит та інфляцію. Однак результат взаємодії може змінюватись в залежності від типу та обсягу використовуваних макроруденційних інструментів. Це формує запит на координацію грошово-кредитної та макроруденційної політики для забезпечення досягнення всіх цілей та управління всіма компромісами протягом відповідного періоду часу. Незважаючи на недоліки макроруденційної політики, а також можливість взаємодії грошово-кредитної та макроруденційної політики, ми вважаємо, що використання грошово-кредитної політики для управління фінансовим циклом не є ідеальним, що і має компенсувати макроруденційна політика. Втім першочерговим завданням має залишатись побудова потужної інституційної та правової бази, яка безпосередньо спрямована на усунення спотворень та збоїв ринкового механізму, що призводить до фінансових дисбалансів, які й провокують загострення деструктивних проявів кредитних циклів.

Література:

1. Freixas X., Rochet J-C. *Microeconomics of Banking*. Cambridge, MA: MIT Press, 1997. 334 pp.
2. Friedman M., Schwartz A. J. *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 1963. 888 pp.
3. Stiglitz J. E., Greenwald B. *Toward a Reformulation of Monetary Theory: Competitive Banking*. NBER Working Paper. 1992. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=476195
4. Mishkin F. S. *The Household Balance Sheet and the Great Depression*. *Journal of Economic History*. 1978. Vol. 38 (4). P. 918-937.
5. Bernanke B. S. *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression*. *American Economic Review*. 1983. Vol. 73 (3). P. 257—276.
6. Gertler M. *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*. *Journal of Money, Credit, and Banking*. 1988. Vol. 20 (3). P. 559—588.
7. Gurley J. G., Shaw E. S. *Financial Aspects of Economic Development*. *American Economic Review*. 1955. Vol. 45. P. 515—538.
8. Borio C. *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*. Bank for International Settlements Working Paper. 2008. № 251. URL: <https://www.bis.org/publ/work251.pdf>
9. Adrian T., Shin H. *Liquidity and Financial Cycles*. Bank for International Settlements Working Paper. 2008. № 256. URL: <https://www.bis.org/publ/work256.pdf>
10. Mendoza E., Terrones M. *An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data*. NBER Working Paper. 2008. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14049/w14049.pdf
11. Hume M., Sentance A. *The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy*. Bank of England External MPC Unit Discussion Paper. 2009. № 27. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/external-mpc-discussion-paper/2009/the-global-credit-boom-challenges-for-macroeconomics-and-policy>
12. Boissay F., Collard F., Smets F. *Booms and banking crises*. *Journal of Political Economy*. 2016. Vol. 124 (2). P. 489—538.
13. Jorda O., Schularick M., Taylor A. M. *When credit bites back*. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2013. Vol. 45. P. 3—28.
14. Azariadis C. *Credit Cycles and Business Cycles*. 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3105905>
15. Bernanke B. S. *The financial accelerator and the credit channel*. *BIS Review*. 2007. Vol. 68. URL: <https://www.bis.org/review/r070621a.pdf>
16. Bernanke B.S., Gertler M., Gilchrist S. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*. 1999. URL: <https://nyuscholars.nyu.edu/en/publications/chapter-21-the-financial-accelerator-in-a-quantitative-business-c>
17. Banerjee R., Serena J. M. *Dampening the financial accelerator? Direct lenders and monetary policy*. 2022. URL: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeridas/DocumentosTrabajo/21/Files/dt2201e.pdf>
18. Foroni C., Gelain P., Marcellino M. *The Financial Accelerator Mechanism: Does Frequency Matter?* 2022.

URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2637~e8ac25af28.en.pdf>

19. Kiyotaki N., Moore J. Credit Cycles. *Journal of Political Economy*. 1997. Vol. 105 (2). P. 211—248.

20. Gorton G., Ordóñez G. Good booms, bad booms. NBER Working Paper. 2016. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22008/w22008.pdf

21. Reznikova N., Ivashchenko O., Hrynychak N., Dvornyk I. Monetary traps of the new macroeconomic consensus: problems of stabilization policy after COVID-19. *Economic of development*. 2022. Vol. 21 (1). P. 17—24.

22. Geanakoplos J. The Leverage Cycle. NBER Macroeconomics Annual. 2009. Vol. 24. URL: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/648285>

23. Brunnermeier M., Pedersen L. Market liquidity and funding liquidity. *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. P. 2201—2238.

24. Gromb D., Vayanos D. Equilibrium and welfare in markets with financially constrained arbitrageurs. *Journal of Financial Economics*. 2002. Vol. 66. P. 361—407.

25. Adrian T., Shin H. Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*. 2010. Vol. 19. P. 418—437.

26. Iacoviello M. House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. *American Economic Review*. 2005. Vol. 95. P. 739—764.

27. Harding D., Pagan A. Dissecting the cycle: A methodological investigation. *Journal of Monetary Economics*. 2002. Vol. 49. P. 365—381.

28. Dalio R. Principles for Navigating BIG DEBT CRISES. Part 1: The Archetypal Big Debt Cycle. 2018. URL: <https://www.bridgewater.com/big-debt-crises/principles-for-navigating-big-debt-crises-by-ray-dalio.pdf>

29. Gilchrist S., Yankov V., Zakrajsek E. Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets. *Journal of Monetary Economics*. 2009. Vol. 56. P. 471—493.

30. Резнікова Н.В., Панченко В.Г., Іващенко О.А. Від синтезу економічних теорій до політичного консенсусу: монетарно-фінансові дилеми макроекономічної стабілізації в умовах коронакризи. *Економіка України*. 2021. № 4 (713). P. 21—44.

31. Azariadis C., Kaas L., Wen Y. Self-Fulfilling Credit Cycles. *Review of Economic Studies*. 2016. Vol. 83 (4). P. 1364—1405.

32. Tinbergen J. On the Theory of Economic Policy. 1952. URL: <https://repub.eur.nl/pub/15884/>

33. Шлапак А.В. Міжнародна координація макроруденційної політики як інструмент фінансової інтеграції. *Вісник Маріупольського державного університету Серія: Економіка*. 2022. № 24. С. 5—13.

34. Шлапак А.В. Глобальні фінансові цикли і проблема регулювання міжнародних потоків капіталу: роль банків і макроруденційної політики у протидії кризам. *Вісник Маріупольського державного університету Серія: Економіка*. 2022. № 23. С. 109—119.

35. Reznikova N., Bulatova O., Yatsenko O., Ivashchenko O. Fiscal instruments of regulatory competition in the face of challenges to macroeconomic stability during a pandemic COVID-19. *Economic of development*. 2022. Vol. 21 (2). P. 37—41.

36. Durdu C. B., Zhong M. Understanding bank and nonbank credit cycles: A structural exploration. 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/work919.pdf>

References:

1. Freixas, X. and Rochet, J-C. (1997), *Microeconomics of Banking*, MA: MIT Press Cambridge, UK.

2. Friedman, M. and Schwartz, A. J. (1963), *A Monetary History of the United States: 1867—1960*, National Bureau of Economic Research, Washington, DC, US.

3. Stiglitz, J. E. and Greenwald, B. (1992), "Toward a Reformulation of Monetary Theory: Competitive Banking", NBER Working Paper, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=476195 (Accessed 22 April 2023).

4. Mishkin, F. S. (1978), "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, vol. 38 (4), pp. 918—937.

5. Bernanke, B. S. (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, vol. 73 (3), pp. 257—276.

6. Gertler, M. (1988), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 20 (3), pp. 559—588.

7. Gurley, J. G. and Shaw, E. S. (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, vol. 45, pp. 515—538.

8. Borio, C. (2008), "The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations", Bank for International Settlements Working Paper, vol. 251, available at: <https://www.bis.org/publ/work251.pdf> (Accessed 22 April 2023).

9. Adrian, T., and Shin, H. (2008), "Liquidity and Financial Cycles", Bank for International Settlements Working Paper, vol. 256, available at: <https://www.bis.org/publ/work256.pdf> (Accessed 22 April 2023).

10. Mendoza, E. and Terrones, M. (2008), "An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data", NBER Working Paper, available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14049/w14049.pdf (Accessed 22 April 2023).

11. Hume, M. and Sentence, A. (2009), "The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy", Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, vol. 27, available at: <https://www.bankofengland.co.uk/external-mpc-discussion-paper/2009/the-global-credit-boom-challenges-for-macroeconomics-and-policy> (Accessed 22 April 2023).

12. Boissay, F., Collard, F. and Smets, F. (2016), "Booms and banking crises", *Journal of Political Economy*, vol. 124 (2), pp. 489—538.

13. Jorda, O., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2013), "When credit bites back", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, pp. 3—28.

14. Azariadis, C. (2018), "Credit Cycles and Business Cycles", available at: <https://ssrn.com/abstract=3105905> (Accessed 22 April 2023).

15. Bernanke, B. S. (2007), "The financial accelerator and the credit channel", *BIS Review*, vol. 68, available at: <https://www.bis.org/review/r070621a.pdf> (Accessed 22 April 2023).

16. Bernanke, B. S., Gertler, M. and Gilchrist, S. (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", available at: <https://nyuscholars.nyu.edu/en/publications/chapter-21-the-financial-accelerator-in-a-quantitative-business-c> (Accessed 22 April 2023).

17. Banerjee, R. and Serena, J. M. (2022), "Dampening the financial accelerator? Direct lenders and monetary policy", available at: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/21/Files/dt2201e.pdf> (Accessed 22 April 2023).

18. Forni, C., Gelain, P. and Marcellino, M. (2022), "The Financial Accelerator Mechanism: Does Frequency Matter?", available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp/efcb.wp2637~e8ac25af28.en.pdf> (Accessed 22 April 2023).

19. Kiyotaki, N. and Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105 (2), pp. 211—248.

20. Gorton, G. and Ordonez, G. (2016), "Good booms, bad booms", NBER Working Paper, available at: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22008/w22008.pdf (Accessed 22 April 2023).

21. Reznikova, N., Ivashchenko, O., Hrynychak, N. and Dvornyk, I. (2022), "Monetary traps of the new macroeconomic consensus: problems of stabilization policy after COVID-19", *Economic of development*, vol. 21 (1), pp. 17—24.

22. Geanakoplos, J. (2009), "The Leverage Cycle", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 24, available at: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/648285> (Accessed 22 April 2023).

23. Brunnermeier, M. and Pedersen, L. (2009), "Market liquidity and funding liquidity", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, pp. 2201—2238.

24. Gromb, D. and Vayanos, D. (2002), "Equilibrium and welfare in markets with financially constrained arbitrageurs", *Journal of Financial Economics*, vol. 66, pp. 361—407.

25. Adrian, T. and Shin, H. (2010), "Liquidity and leverage", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, pp. 418—437.

26. Iacoviello, M. (2005), "House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle", *American Economic Review*, vol. 95, pp. 739—764.

27. Harding, D. and Pagan, A. (2002), "Dissecting the cycle: A methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, pp. 365—381.

28. Dalio, R. (2018), "Principles for Navigating BIG DEBT CRISES. Part 1: The Archetypal Big Debt Cycle", available at: <https://www.bridgewater.com/big-debt-crises/principles-for-navigating-big-debt-crises-by-ray-dalio.pdf> (Accessed 22 April 2023).

29. Gilchrist, S., Yankov, V. and Zakrajsek, E. (2009), "Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, pp. 471—493.

30. Reznikova, N., Panchenko, V., and Ivashchenko, O. (2021), "From Synthesis of Economic Theories to Political Consensus: Monetary and Fiscal Dilemmas of Macroeconomic Stabilization in the Context of the Coronavirus Crisis", *Economy of Ukraine*, vol. 4 (713), pp. 21—44.

31. Azariadis, C., Kaas, L. and Wen, Y. (2016), "Self-Fulfilling Credit Cycles", *Review of Economic Studies*, vol. 83 (4), pp. 1364—1405.

32. Tinbergen, J. (1952), "On the Theory of Economic Policy", available at: <https://repub.eur.nl/pub/15884/> (Accessed 22 April 2023).

33. Shlapak, A. (2022), "International coordination of macroprudential policy as a tool of financial integration", *Bulletin of Mariupol State University. Series: Economics*, vol. 24, pp. 5—13.

34. Shlapak, A. (2022), "Global financial cycles and the problem of regulation of international capital flows: the role of banks and macroprudence policy in responding to crises", *Bulletin of Mariupol State University. Series: Economics*, vol. 23, pp. 109—119.

35. Reznikova, N., Bulatova, O., Yatsenko, O. and Ivashchenko, O. (2022), "Fiscal instruments of regulatory competition in the face of challenges to macroeconomic stability during a pandemic COVID-19", *Economic of development*, vol. 21 (2), pp. 37—41.

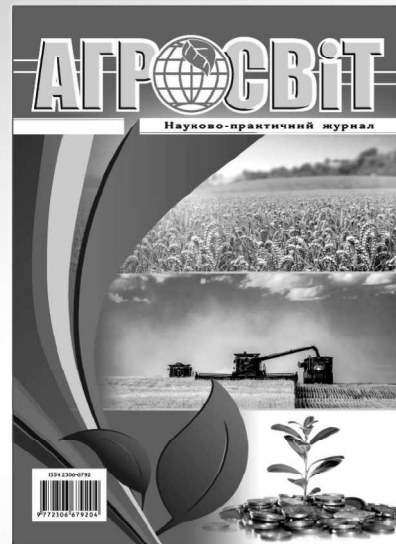
36. Durdu, C. B. and Zhong, M. (2020), "Understanding bank and nonbank credit cycles: A structural exploration", available at: <https://www.bis.org/publ/work919.pdf> (Accessed 22 April 2023).

Стаття надійшла до редакції 24.04.2023 р.

АГРОСВІТ

<https://nayka.com.ua>

Передплатний індекс: 23847



Виходить 24 рази на рік

Журнал включено до переліку наукових фахових видань України з ЕКОНОМІЧНИХ НАУК (Категорія «Б»)

Спеціальності – 051, 071, 072, 073, 075, 076, 292