

**Економічна теорія**

Олександр ШАРОВ

**«ДИТЯЧА ХВОРОБА» ЛІВІЗНИ  
В КАПІТАЛІЗМІ****Резюме**

Світова фінансова криза вдарила не просто по світовій економіці, а по всій економічній системі. Як відомо, усі проблеми ринкової економіки повинні вирішуватися «невидомою рукою» Адама Сміта. Крім невидимої руки А. Сміта, є ще невидима рука Фрідманів, яка діє у прямо протилежному напрямку. Виходимо з того, що Фрідмани мали на увазі не просто корупцію. Цей *особливий інтерес* означає, що уряд повинен спасати людей та корпорації, які грали в азартну економічну гру і програли. Утім, заплатити змушують не тих, хто програв, а простих платників податків. Як результат, бізнесмени, які діяли помилково, мають можливість знову розпочати свою азартну гру. Вони забувають, що фінансова криза 2008–201... років була ініційована *моральним азартом*, спровокованим державним втручанням та «підтримкою». І, відповідно, «криза надвиробництва» була замінена «кризою надфінансування». Глобальна економіка дійсно потребує нових правил з новою роллю національних та міжнародних фінансових установ. Нам потрібна економіка «з двома руками».

**Ключові слова**

Фінансова криза, глобалізація, відновлення, регуляція.

© Олександр Шаров, 2010.

Шаров Олександр, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Класифікація за JEL: G1; G38.

Світова фінансова криза завдала тяжкого удару не лише глобальній економіці. Вона зробила дірку в інтелектуальній думці та в саркофазі Марксова « приви́ду комунізму » (*«das Gespenst des Kommunismus»*), чутки про смерть якого, в усякому випадку в Європі, виявилися трохи перебільшеними. У результаті цього деякі інтелектуали почали говорити про те, що Маркс « повертається », немов би безсмертний термінатор капіталізму. А деякі неокейнсіанські політики запропонували такі заходи підтримки слабкої економіки, що опоненти навіть внесли пропозицію перейменувати США в ССША – Сполучені *Соціалістичні* Штати Америки (USSA – *United Socialist States of America*). Мільярди та мільярди доларів було влито в економіку США, особливо у фінансовий сектор. І доволі скоро розпочалося відновлення. Між тим, схоже на те, що хоч відновлення розпочалося *після* заходів державної підтримки, але *не внаслідок* цих заходів. І саме це стало головною причиною гарячого бажання провідних інвестиційних банків Америки та Європи повернути фінансову допомогу, отриману від своїх урядів взамін за їхнє невтручання в банківську діяльність. Насамперед це стосувалося бонусів, які отримують банківські топ-менеджери. Але мені здається, що це лише видима частина проблеми. Що дійсно було потрібним після того, як розпочалася криза, – так це не « Великий Брат », а « Великий Вибух ». Під « Великим Вибухом » (« Big Bang ») я маю на увазі не стільки загальну лібералізацію та дерегуляцію, скільки банкрутства деяких фінансових інституцій та компаній. Криза та Банкрутство в умовах розбалансованої економіки є нормальним, логічним виходом у напрямку відновлення. Для того щоб це зрозуміти, достатньо прочитати хоч К. Маркса, хоч класиків буржуазної політичної економіки. Усі проблеми повинні вирішити « невидима рука » Адама Сміта, яка, за поясненням Мілтона Фридмана, є « можливістю співпраці без насильства » (« the possibility of cooperation without coercion »). Якщо комусь не подобається такий метод, він може спробувати організувати економіку на соціалістичній основі. З « Великим Насильством » над людьми та розумом. Результат уже відомий і, на жаль, не лише теоретично: Велика Криза та Банкрутство Усієї Економіки.

Так що ж сталося останніми роками? Чому широко відома « невидима рука » не відкоригувала вчасно негативні економічні тенденції? А тому, що економіка, як і економісти, має дві руки. Крім невидимої руки Адама Сміта, є ще й Фридманівська невидима рука, яка діє у протилежному напрямку: « Особи, які намагаються сприяти лише *загальним інтересам*, невидима політична рука спрямовує на сприяння *особливим інтересам*, яким вони і не збиралися сприяти » [1]. Я вважаю, що Фридмени мали на увазі не прос-

то корупцію. Ці *особливі інтереси* означають, що уряд приходить на допомогу людям та корпораціям, які насправді азартно грали в економічну гру та програли. Але платити за це змусили не тих, хто програв, а простих платників податків. Як наслідок: бізнесмени, які поводитися на ринку помилково, тепер знову готові до ризикових операцій. Нічого не навчившись, усе забувши.

Вони забули, що фінансова криза 2008–201... була підбурена *«моральним азартом»* (*moral hazard*)<sup>1</sup> або «ризиком безвідповідальності», до якого підштовхували державне втручання та «підтримка». Ця криза почалася в іпотечному секторі США, і саме державні компанії *Fannie Mae* та *Freddie Mac* стали першими її жертвами. Ці установи теж азартно грали на фінансовому ринку, але вони не оцінювали кредитні ризики належним чином, оскільки були впевнені в підтримці з боку уряду. Так само, як і їх клієнти. І це не була вільноринкова економіка за принципом «йди, куди хочеш» (*laissez-faire*). Це була економіка за принципом: *«йди, куди хочеш, а Великий Брат (Уряд) врятує тебе, якщо щось...»*.

Ми можемо уявити собі, як це відбувається, якщо згадаємо найбільший фінансовий «вибух» у нашій власній історії: я маю на увазі крах Ощадбанку СРСР. Якщо хтось вважає це далекою «радянською історією», я можу нагадати наступний «великий вибух», уже банку «Україна» (колишнього Укргробанку). Цей банк був доволі тісно пов'язаний з урядом, що де-факто підтвердили рятувальні заходи, запропоновані урядом та центральним банком країни. А до того ніхто не звертав реальної уваги на управління ризиками, оскільки були впевнені, що уряд сплатить усі рахунки. Саме «ризик безвідповідальності» чимало економістів вважають справжньою причиною появи «фінансових бульбашок» у галузі споживчого кредитування та торгівлі деривативами.

Карл Маркс описав так звану *«кризу надвиробництва»* товарів та послуг. Але ця остання криза помітно відрізняється від того, що спостерігалося раніше. Утім, можна сказати, що вона інша за формою, але така сама за суттю. Просто в даному випадку саме гроші є *тим товаром, надвиробни-*

<sup>1</sup> Термін *moral hazard* виник у страховому бізнесі, де початково його використовували щодо особливого типу ризику, який виникає у зв'язку з несумлінною поведінкою людей, які застрахували своє життя або здоров'я (наприклад, господар застрахованого автомобілю більш ризиковано поводить на дорозі, чим збільшує ймовірність ДТП). Саме так цей термін трактується у словнику *American Heritage Dictionary*, який визначає *moral hazard*, як «a risk to an insurance company resulting from uncertainty about the honesty of the insured». У страховій справі такому виду ризиків можна надати навіть кількісного виміру на відміну від простої «невизначеності». Щодо його «моральності» – то це, звісно, калькований переклад. Швидше за все, більш правильним було б використання терміна «ризик несумлінності», або «ризик безвідповідальності». Може, єдине, що заважає використанню саме такого перекладу, – це використання даного терміна в останній час у занадто широкому сенсі, коли вже початкове або пряме значення терміна втрачає своє значення і сенс навіть в англо-мовному варіанті.

цтво якого призвело до початку кризи. Деякі банки та фінансові компанії (передусім фонди спільного інвестування та хедж-фонди) відзначилися в надвиробництві грошових коштів («широких грошей» – тобто боргових зобов'язань та фінансових похідних) і просто повинні були «лопнути». Але Держава надала їм допомогу, замість того, щоб допомогти Людині (платнику податків). Держава зіграла проти Людини. Таке протиріччя не є чимось новим. «Людина проти держави» («*The Man Versus the State*») – саме так називалася книга британського філософа та соціолога Г.Спенсера, який пропонував ліквідувати всі обмеження стосовно торгівлі та промисловості ще в 1884 році. Герберт Спенсер також відомий своєю теорією загальної еволюції. Шукаючи аналогії між соціальною та біологічною еволюцією, він бачив чимало схожого між Організмом та Державою, порівнюючи різні державні інституції з тими чи іншими органами людського тіла. Зокрема, він звертав увагу на те, що і для суспільства, і для людського організму характерним є зростання, внаслідок якого вони ще більше ускладнюються. А диференціація структури супроводжується диференціацією функцій. Нормальне, природне функціонування органів/інституцій забезпечує нормальне функціонування організму/держави. І навпаки, порушення (наприклад, революції) є хворобами, які призводять до дезінтеграції та кризи. Якщо врахувати, що економіка є такою самою складовою частиною суспільства, як і держава, то зазначені аналогії можна поширити і на економіку. У цьому сенсі ми можемо говорити про те, що остання світова криза – це «хвороба росту». Хвороба, яку намагаються лікувати «дитячими ліками», в той час як світова економіка вже стала «дорослою».

Світова економіка вступила в нову еру – Еру Глобалізації<sup>2</sup>. У цій новій глобалізованій економічній системі головну роль відіграє вже не виробництво, а фінансовий сектор. З цим нелегко примиритися, так само, як колись безглуздом здавалося твердження, що промисловість важливіша, ніж сільське господарство<sup>3</sup>. Втім – це реалії сьогодення. І, відповідно, «криза надфінансування» прийшла на місце «кризи надвиробництва». Сучасна глобальна економіка вперше увійшла в таку кризу у 1997–1999 роках (т. зв. «азійська криза»). Глобальна фінансова система була «перегріта» спекулятивними обладнаннями (головним чином, з деривативами), наслідком чого і стало

<sup>2</sup> Зрозуміло, що, як і все нове, своїм корінням глобалізація сягає минулого, і її підвалини дехто знаходить у часах Великих географічних відкриттів, а дехто – з моменту вигнання Адама та Єви з Едему. В усякому випадку, дослідники вирізняють три етапи: перший – з часів португальських морських мандрівок XVI сторіччя, другий – від Наполеонівських захоплень XIX сторіччя та третій – від скасування президентом Р.Ніксоном у 1971 році залишків «золотого стандарту» (Rodrigues J. N., Devezas T. «Pioneers of Globalization», 2007, pp. 27–28).

<sup>3</sup> Утім, і зараз є бажачі наполягати на пріоритетності та споконвічності сільського господарства, які у своєму бажанні «вибивання» нескінченних бюджетних дотацій ніяк не хочуть збагнути простої, статистично доведеної істини: країни, в яких у сільському господарстві працює 80 % населення, як правило, голодують, а країни, в яких ця частка становить близько 5 % – не знають, що робити з харчовими надлишками.

«надвиробництво грошей». Економіка й раніше була знайома з надвиробництвом грошей у формі інфляції. Але зараз вона зіткнулася з відносно новою її формою – т.зв. «фінансовими бульбашками»<sup>4</sup>.

Наслідки таких криз стали шокуючими. Протягом «азійської кризи» номінальний ВВП країн АСЕАН знизився на 9,2 млрд доларів у 1997 році та на 218,2 млрд дол. – у 1998 році. Коли в 1997 році, напередодні відкриття щорічної сесії МВФ в Гонконзі тодішній малазійський прем'єр Махатхір бен Мохамед (Mahathir bin Mohamad) звинуватив Дж. Сороса у спекулятивній грі проти малазійської валюти, міжнародні експерти вважали, що, мабуть, ідеться про відому телегру «Слабка ланка» («Weak Link»). Але за десять років спекуляції та «моральний азарт» вразили вже найміцнішу ланку сучасної глобальної економіки – США. «Дитяча хвороба» вразила старий економічний організм. Це означає, що глобальна економіка вимагає нового виду ліків. «Правило Волькера» (Volker Rule) та податок на фінансові операції від Де Фазіо (DeFazio) є лише компонентами таких ліків. Важливим компонентом є і нова роль міжнародних фінансових установ. На це доволі чітко вказує багато експертів. «Криза 2008–2010 років була не валютною кризою, а кризою транскордонною, міжгалузевою. Так чому ж міжнародна валютна система (МВС) з того часу опинилася в центрі пропозицій – від президента Франції Ніколя Саркозі та Голови Народного банку Китаю Джоу Ксіочунь (Zhou Xiaochuan) до Голови Банку Канади Марка Керні (Mark Carney) – щодо необхідності її реформування? Навіть якщо вона і не була в серцевині фінансової кризи, МВС потерпає від глобалізації та конфлікту між завданнями внутрішньої політики й міжнародними зобов'язаннями і має схильність до співпраці» [2]. Здається, що нам таки потрібна економіка «з двома руками».

Що ж таке «перевиробництво грошей»? Адже, здавалося б, як казав ще Б. Спіноза, «найкраща якість грошей – це їх кількість». Хоча цей вислів належить, швидше, до його нетривалого досвіду управління родинним бізнесом. До того ж, у ті часи в обігу перебували повноцінні золоті (срібні) монети, які не піддаються інфляційному знеціненню: при «переліміті», коли їхня сукупна вартість (з урахуванням швидкості обігу) перевищувала вартість товарів, обіг яких вони обслуговували, «зайві гроші» просто йшли у скарби. А тепер обіг заповнений паперовими сурогатами або навіть простими електронними сигналами, внутрішня вартість яких, таким чином, прагне до нуля. А «нуль», ясна річ, на скільки не помнож, – усе одно отримаєш «нуль». Так що, як мені здається, набагато важливіше пам'ятати постулат Спінози з його «Етики, доведеної в геометричному порядку і розділеної на п'ять частин»: «*Ignorantia non est argumentum*», тобто, «невігластво – не аргумент» або «незнання – не довід». Що має безпосереднє відношення до тих же грошей, коли чуються вимоги то «надрукувати гроші» для підтримки вироб-

<sup>4</sup> Відносність новизни «фінансових бульбашок» пояснюється тим, що, у принципі, перша така «бульбашка» виникла ще на початку XVIII сторіччя, як наслідок афери навколо «Торгової компанії Південного моря» (South Sea Trading Company).

ництва, то, з тією ж метою, знизити відсоткові ставки за кредитами, то забезпечити стабільність (зниження/підвищення) валютного курсу гривні... Причому, найчастіше дбайливці виходять не з професійної логіки, а просто з благих намірів. Якими, як відомо, вимощено дорогу в ненайпривабливіше місце.

Я, звичайно, не збираюся стверджувати, що сам по собі ринок, ринкові відносини та інструменти – це якась панацея від усіх бід, у тому числі й інфляції. Ринкові методи боротьби зі зростанням цін використовують для протидії ринковим чинникам інфляції, а проти неринкових дій і протидії – неринкові. Безглуздо, наприклад, з олігопольною змовою щодо цін боротися шляхом збільшення ставки рефінансування або зменшення бюджетного дефіциту. І це розуміють в усьому світі. Наприклад, у 1970 році конгрес США надав президенту Р. Ніксону необмежені права щодо адміністративного контролю над заробітними платами і цінами. Я згадую такі далекі часи просто тому, що Р. Ніксон представляв партію республіканців – принципових противників зайвого втручання держави в економіку. Взагалі ж т. зв. «політика контролю над доходами» – один з основних інструментів боротьби з інфляцією, про що йдеться в будь-якому підручнику з цього предмету. Інша справа, що потрібно завжди виважено ухвалювати рішення про використання того чи іншого інструменту, ретельно вивчивши справжні причини зростання цін. Тобто, знову ж таки, як у медицині: головний принцип – «не нашкодь».

У цьому місці, мабуть, саме час зробити ще один «термінологічний відступ» і запропонувати таки домовитися, що ми будемо розуміти під терміном «інфляція». У нас ще за радянських часів існувало два підходи до трактування інфляції: фрідмановський («інфляція – це завжди грошовий феномен») і, скажімо так, красавінський («інфляція – це багатofакторний процес»). Другий варіант, – який враховував такі інфляціогенні фактори, як нестача пропозиції товарів, погіршення їх якості, монопольна практика ціноутворення тощо, – був викладений у стандартному підручнику з грошового обігу і кредиту при капіталізмі проф. Л. М. Красавіної, у якому, єдиному на той час, розглядалася інфляція – звичайно, як невластиве для нашої економіки явище. Але мені особисто здавалося, що це питання вже було таки «знято» приблизно в кінці вісімдесятих, після виходу у світ монографії *«Рост дороговизны и инфляция в мире капитала»* професора Г. Матюхіна (який пізніше, коли вже й Росія підключилася до цього самого світу, став першим головою її центрального банку). Введення окремих термінів («дорожнеча» та «інфляція») погоджувало між собою обидва підходи, розглядаючи грошовий феномен – інфляцію – як складову частину загального тренду підвищення цін. Постійна монетарна складова зростання цін зумовлена (запрограмована) самим механізмом необмінних на золото кредитно-паперових грошей. Адже виявляється, що тепер будь-яка кількість грошей в обігу – необхідна і нормальна. Розуміння цієї нової основи світового грошового обігу пояснює неминучість постійних інфляційних процесів, природа

яких докорінно змінюється і не може бути пояснена з точки зору класичних теорій. Так само, як і подолана класичними заходами.

Якщо інфляцію розглядати як «національного ворога № 1» (а саме так у сімдесяті роки було поставлено питання в США), то, відповідно, таргетування інфляції має стати свого роду національною ідеєю, принаймні, для всіх економічних відомств держави. Повинна бути підготовлена комплексна програма переходу до таргетування, розробку якої мав би ініціювати, швидше за все, Національний банк, а точніше – його Рада, як колегіальний, певною мірою – міжвідомчий, орган. І в рамках підготовки такої програми необхідно чітко визначити відповідальність та прерогативи всіх органів влади, оскільки в жодній країні з ринковою економікою уряд не стоїть осторонь валютно-курсової політики, граючи роль то вболівальника, то простого спостерігача в «курсних перегонах».

Дехто запевняє, що тримати жорстку монетарну дисципліну Нацбанку допомагає валютний режим фактичної прив'язки курсу гривні до долара. Це, мовляв, такий надійний «валютний якір» у «передштормовому морі фінансових потоків». Але довгострокове ігнорування реального падіння курсу долару не лише призводить до додаткової емісії (в результаті скупки доларів Нацбанком за завищеним курсом), а і створює «валютну ілюзію» – враження стабільності гривні в галузі зовнішньоекономічних відносин. Як і будь-яка ілюзія, вона небезпечна тим, що процес її неминучого руйнування може спричинити загальний скепсис або навіть паніку. Мені здається, що сама можливість такої довгострокової стабілізації курсу зумовлена приблизним збігом темпів зовнішнього знецінення долару (депреціації його курсу) і внутрішнього знецінення гривні (інфляції). Збігом не повним: певна різниця в темпах і призвела, свого часу, до посиленої купівлі долару (для підтримки його курсу) і створення значних (але не надмірних) валютних резервів центральним банком країни. Посилення інфляційного знецінення гривні знаходить своє відображення у зменшенні інтервенцій з купівлі долару. А далі може призвести або до зміни інтервенційного спрямування (продажу доларів), або до девальвації гривні. Ось це і може стати справжнім ударом по ринку. З точки зору нівелювання зовнішніх шоків, краще б було, якби курс гривні постійно коливався в незначних (5–10 %) межах, привчаючи ринок до наявності певних ризиків. Ризиків, які не можна повністю усунути і які, в умовах фінансової глобалізації, можна лише враховувати. І, відповідно, запобігати надмірним ризикам. Треба звернути увагу і на те, що зараз роль центрального банку в нас виконує, фактично, не лише Нацбанк, але, певною мірою, й іноземні банки, адже вони, по суті, рефінансують, регулюють ліквідність наших комерційних банків. Я маю на увазі значне зростання зовнішніх запозичень українських банків протягом останніх років. Проблема навіть не стільки в загальних обсягах заборгованості, скільки в їхній структурі: короткострокові зовнішні позики використовували в Україні для надання середньо- і довгострокових кредитів клієнтам (споживчі та іпотечні кредити). А в період до повернення цих кредитів банки розраховувалися за своїми позиками за рахунок нових позик. Така схема добре працює, поки

ринки залишаються спокійними. Але при перших проблемах, кризових ситуаціях великі транснаціональні банки «закривають ліміти» насамперед на таких «новоприбульців» на світовому ринку, як Україна.

Хочеться звернути увагу на те, що валютні надходження до країни або використовують на зовнішньому ринку (не потрапляючи у внутрішній грошовий обіг, де єдиним законним засобом платежу є, в нашому випадку, гривня), або продають тим, кому вона потрібна (головним чином, імпортерам) в обмін на валюту національну, що теж не впливає на масу грошей, які перебувають в обігу. Але коли центробанк, змушений підтримувати встановлений (фіксований або просто цільовий) курс своєї валюти, поступово починає викуповувати «надлишки» інвалюти, то він здійснює пряму емісію, що веде до інфляції, тобто зростання грошової маси. Центробанк, який таргетує валютний курс, змушений робити це, навіть якщо потреби економіки вимагають скорочення грошової маси з метою стримування зростання цін. При системі плаваючого курсу такої визначеності не існує: центробанки опікуються валютним курсом лише в тій мірі, яка не заважає їм здійснювати свою головну мету – забезпечувати внутрішню стабільність національної валюти, тобто стримувати зростання інфляції. Розумними межами – що є дуже важливим уточненням, про яке іноді забувають наші супротивники переходу на таргетування інфляції, стверджуючи, що бувають, мовляв, випадки, коли в економіку необхідно «впорснути» грошову масу, подібно до того, як інжектор вприскує паливе в двигун, який може ось-ось заглохнути. Але справа ж у тому, що таргетування і не передбачає повного стримування цін. І «емісія» – це економічний термін, а не лайка, яку дехто взагалі хотів би прибрати з нашого економічного лексикону. Таргетування – це забезпечення досягнення заздалегідь обраного, обґрунтованого, розумного рівня інфляції.

Знову ж таки, наголос слід робити на слові «розумна», оскільки економічно відповідальний уряд чинить цілком логічно, розуміючи, що є речі, важливіші за інфляцію. Наприклад, соціальний спокій. Є такий показник – коефіцієнт Джині, або індекс концентрації доходів, який характеризує ступінь нерівномірності розподілу доходів у суспільстві. В Україні він становить близько 0,4 (іноді пишуть – 40 %), при тому, що межею ризику громадських заворушень вважають 0,7. Тобто, у нас ще є певний «запас», але думати про соціальну безпеку уряд повинен заздалегідь. Крім того, американські вчені Д. Есемогл і Дж. Робінсон довели: якщо нерівність достатньо велика, то власність в очах населення втрачає свою легітимність, результатом чого стає зниження інвестицій [3]. Знайома ситуація? Так що слід пам'ятати, що інфляція призводить не просто до зростання цін, а до нерівномірного зростання цін. І уряд, спрямовуючи «інфляційні гроші» менш забезпеченим, намагається поліпшити загальну соціально-економічну атмосферу в країні. Наскільки це вірно? Це вже питання політичних поглядів. Як на мене, то краще дозволити зробити це ринку. Наприклад, спростити, врешті-решт, умови створення та ведення малого та середнього бізнесу, що обіцяють



зробити всі політики і ніхто не робить. І нехай тоді за все відповідає «невидима рука» ринку, а не жадібна «лапа» чиновника.

Аналогічним чином, навіть за умови введення інфляційного таргетування центральним банком, Уряд повинен і буде мати потужні важелі впливу на цінову стабільність. Передусім, це державний бюджет. Не потрібно забувати, що відсутність бюджетного дефіциту – це не самоціль. Бюджет отримує доходи не для того, щоб економити, а для того, щоб раціонально їх витратити. Я, взагалі, поділяю думку тих економістів, хто вважає, що міністра фінансів, який припустив профіцит бюджету потрібно звільняти: адже ці гроші від держави хтось очікував отримати. Краще було б знизити податки. Аналогічна ситуація і з дефіцитом: якщо держава може профінансувати заздалегідь (у борг) витрати, необхідні для соціально-економічного розвитку держави, – це потрібно робити! Для цього й існує ринок позичкових капіталів. Але ключовими при цьому є слова – «життєво необхідні» і «раціонально витратити». Відсутність бюджетного дефіциту за нераціонального використання його коштів не можна автоматично розглядати як елемент здорової макроекономічної політики. А якщо уряд з якихось причин не може або не хоче вкладати кошти в інфраструктурний розвиток, то тоді він повинен всіляко стимулювати приватні інвестиції. Саме така тактика і стратегія повинні бути складовою частиною програми боротьби з «громадським ворогом № 1». Програми, яка складається і реалізується постійно, а не тільки коли інфляція різко зростає і стає темою модних салонних (або кухонних) розмов.

Так що антиінфляційні заходи повинні носити комплексний характер з точною прив'язкою між причинами і заходами протидії. На нашу думку, перша частина повинна включати перелік причин та орієнтовну оцінку їх впливу на темпи зростання цін в окремих галузях. А вже у другій частині навпроти кожної причини слід вказати заходи протидії та орієнтовну оцінку впливу на зниження цін. Тоді це буде програма конкретних дій, а не простий перелік антиінфляційних заходів. Відповідно, це дасть можливість забезпечення оперативного моніторингу та своєчасного реагування щодо посилення або пом'якшення окремих заходів. Безумовно, існують і загальні рецепти, які можна «виписувати», щойно з'являються відповідні симптоми (зростання цін), не вдаючись у глибокий аналіз причин. Скажімо, стандартні рекомендації МВФ: «дорогі гроші» (обмеження емісії) і жорстка бюджетна дисципліна (відсутність дефіциту). Якщо ввести ці заходи, то в кінцевому рахунку не буде ні інфляції, ні дорожнечі. Але може не стати і самої економіки. Мені довелося бувати в Ботсвані. Це одна з найбільш заможних країн Африки, якщо рахувати за розміром ВВП на душу населення (понад 10 тисяч доларів США). Протягом кількох років бюджет виконується з профіцитом і «зайві» кошти накопичуються на казначейському рахунку у вигляді резервів уряду. У країні не має ні інфляції, ні девальвації. Але немає й економіки, яку можна було б очікувати за такого розміру ВВП. Країна просто пустельна. Люди живуть бідно, дуже бідно. Доріг нормальних немає, житла пристойного не вистачає. Охорона здоров'я й освіта – у зародковому стані. І скажений

дефіцит води. Навіть сирі. Чи потрібні нам такі наслідки «здорової макро-економічної політики»? Мабуть, ні. Тому не завжди можна відмовлятися від емісії купюро. Навіть, якщо це вважають модним.

Тому ми дозволимо собі трохи докладніше зупинитися на аналогії, яку провів майже півтисячоліття тому флорентійський банкір Бернардо Даванцаті Бостік (*Bernardo Davanzati Bostichi*) у своєму трактаті «Лекція про гроші» (*Lezione delle Monete*). Це саме згідно з його думкою, гроші, вже якимось звично, вважають «кров'ю економіки». Звичайно, будь-які аналогії кульгують, але якщо спростити процеси до основних положень, то виходить така картина. Подібно до того, як кров, що несе в собі різні корисні елементи, сприяє їх обміну в організмі людини, так і гроші, що несуть у собі абстрактну вартість, сприяють обміну конкретними споживчими вартостями між економічними агентами. Як кров важлива різними еритроцитами і лейкоцитами, так і гроші важливі тією вартістю, яку вони представляють в обігу. А їхня сумарна вартість є для кожного моменту розвитку конкретної економіки величиною, незалежною від кількості грошей в обігу. Тому накачування економіки грошима позначається тільки на «вазі» грошової одиниці та зростанні інфляції, а зовсім не на капіталізації економіки. Простіше кажучи, можна й взагалі не здійснювати додаткової емісії, незважаючи на зростання економіки. У цьому випадку «вага» грошової одиниці зростає, а ціни, відповідно, впадуть, і в економіці спостерігатиметься дефляція. Що краще – інфляція чи дефляція? А що краще – підвищені чи знижені лейкоцити в крові? Краще, мабуть, якщо буде підтримуватися постійна, природна структура її складу. Хоча головне – щоб виконувалися функції: і крові, і грошей.

Далі, подібно до того, як механізм руху крові заснований на дії кров'яного тиску, так і гроші в економіці рухаються під впливом відсоткової ставки. (Ще раз повторю: аналогія доволі спрощена, оскільки ігнорує особливості простого товарного обміну, але робить наголос на особливостях фінансового капіталізму.) «Нормальним тиском» грошового обігу є середня норма прибутку в економіці. Природно, якщо це величина реальна, а не щось на кшталт «середньої температури по лікарні». На жаль, у нас поки ще спостерігається саме така ситуація, що зумовлено високим рівнем тінізації економіки та низьким рівнем вільної конкуренції. І саме тому вже багато років «повисають у повітрі» заклики «господарників» і деяких політиків знизити відсоткову ставку по банківських кредитах. При цьому доволі часто як аргумент наводять реалії сучасної Європи. Точніше, ЄС. Та й у багатьох інших країнах, зіткнувшись із фінансовою кризою, вдаються до зниження відсоткової ставки. Для того щоб зрозуміти, чому це не відбувається в нас, потрібно кинути хоча б побіжний погляд на ті фактори, які зумовлюють норму відсотка.

Крім середньої норми прибутку (конкретніше – «за активними операціями фінансових установ»), істотний вплив мають:

- інфляція (оскільки відсоткова ставка, в принципі, має бути вищою від рівня інфляції, що і відображає «реальна відсоткова ставка»);

- плата за залучені кошти (передусім, депозитні ставки);
- попит на кредити (який, крім загального стану економіки, залежить також від наявності альтернативних шляхів залучення капіталу, передусім, розвитку фондового ринку);
- умови кредитування (зокрема наявність та якість застави, терміни і розміри банківських позик тощо).

Таким чином, програма бажаючих домогтися зниження відсоткових ставок банків повинна включати не заклики/вимоги до Нацбанку та/або Уряду, а конкретні заходи, спрямовані на зниження рівня інфляції та розвиток фондового ринку, який реально функціонує як механізм перерозподілу капіталу між галузями національної економіки. На забезпечення гарантій прав корпоративної власності, тобто вдосконалення системи їх реєстрації та депозитарного обліку. На зміцнення надійності банківської системи, з тим, щоб її клієнти були готові тримати свої вільні кошти на депозитах не лише під низький відсоток, а й упродовж тривалого терміну. На те, щоб професія банкіра не значилася у списку найбільш небезпечних. І, само собою, щоб до цієї професії не допускали осіб сумнівних (а часом і таких, яких не можна підпускати до неї, без жодного сумніву).

Дещо окремо стоїть такий фактор, як ставки рефінансування центральних банків. Якщо ми звернемо свій погляд на США, то там є облікова ставка (discount rate), яку ФРС встановлює безпосередньо і ставка по федеральних фондах (Federal funds rate), яку ФРС регулює посередньо, через операції на відкритому ринку. Справа в тому, що комерційні банки зобов'язані тримати частину залучених від населення коштів на рахунках центрбанку (тобто, федеральних резервних банків) як обов'язкові резерви. При збільшенні попиту на кредити залишок вільних коштів може опуститися нижче від мінімальної позначки і тоді доведеться залучити кошти інших банків. Зрозуміло, в такому разі кошти залучають під більш низький відсоток, ніж розміщені активи. І на дуже короткий термін – на ніч (overnight), – лише для того, щоб у звітності «на кінець робочого дня» виконувалося вимога про обов'язкове резервування. Зранку життя починається знову, «нічні» кредити повертають і видають нові, приймають депозити і знімають їх залишки... Увечері банкіри знову «закривають баланси», залучаючи «нічні» кредити для «прикраси вітрини балансу» (balance window dressing) або, навпаки, роздаючи їх за принципом «...хоч би вовни клок». Відсоток, під який один банк кредитує інший, встановлює сам банк-кредитор, і він називається «ефективною ставкою», а ставка ФРС належить до так званої «цільової ставки», тобто, є лише «бажаною метою». І завдання ФРС полягає в тому, щоб підтягнути ефективну (реальну) ставку до цільової. Для її досягнення ФРС купує/продає державні цінних паперів, збільшуючи або зменшуючи кількість резервів в банківській системі. Коли надлишкові резерви зростають, кількість бажаючих їх позичити збільшується, ставка падає і таким чином ФРС досягає своєї мети. Водночас, купуючи у банків держоблігації / векселі, ФРС збільшує їхні резерви у грошових коштах. Інакше кажучи, ФРС таким

чином стимулює пропозицію грошей. Або навпаки, сприяє стерилізації грошової маси в обігу. Це, так би мовити, «невидима рука» центробанку. А можна втрутитися і безпосередньо, видаючи комерційним банкам кредити під заставу тих самих державних (хоча, насправді, не лише державних, але в нашому випадку це не суттєво) цінних паперів. Ось це пряме кредитування здійснюють за обліковою ставкою: ФРС «обліковує» або, точніше, «дисконтує» цінні папери. Ставка ця, як правило, вища від «ефективної ставки» за «нічними кредитами», у зв'язку з чим до такого кредитування (рефінансування) банки вдаються лише в крайньому випадку, як кажуть, у безвихідній ситуації. Чому центробанки і називають «кредитором останньої інстанції». В англійському варіанті: «lender of last resort», – «остання надія», або «останній притулок», що краще відображає суть центробанку для позичальника, який уже зневірився знайти вкрай необхідні йому гроші.

У країнах зони «євро» таким притулком є Європейський центральний банк. Він регулює ставки за «нічними» кредитами за допомогою двох інструментів: «граничної ставки кредитування» (високої, але доступної в крайньому випадку) та «депозитарної ставки» – за якою банки завжди можуть розмістити вільні кошти в Центробанку, замість того щоб знижувати свою ставку overnight. Десь між їх параметрами розташовується ставка рефінансування ЄЦБ, за якою цей Центробанк надає кредити під заставу цінних паперів з їх зворотним викупом (репо). З огляду на обсяги операцій, ця ставка «задає тон» на кредитному ринку і тенденцію змін ставок комерційних банків, усередненим показником яких є т. зв. «Euribor». Подібно до того, як у Лондоні на ставки Банку Англії реагує історично більш відомий у нас «Libor». Тобто, вартість грошей на ринку міжбанківського кредитування прямо впливає на загальний рівень кредитних ставок в економіці. Адже очевидно, що якщо банки мають можливість отримати дешеві гроші, вони можуть надавати кредити своїм клієнтам під менший відсоток. Але це *вочевидь* «у них», у ЄС. А в нас це *неймовірно*. Тобто, Нацбанк рефінансування здійснює і використовує для цього й облікову ставку, і ставку overnight, і ставку за «репо» операціями. А крім того, є ще спеціальні програми. Наприклад, кредитування об'єктів «Євро-2012». При цьому зазвичай такий підхід аргументують тим, що під емітовані гроші з часом з'явиться конкретний продукт у результаті виконання інвестиційних програм. А якщо не з'явиться? А якщо не знайде попиту – тобто продукт товаром (у політекономічному сенсі цього терміну) не стане? Наприклад, візьме і подорожчає нафта-газ? І вартість проекту зросте. І стане продукція дорогою і нерентабельною? А якщо грошей не вистачить і все застопориться? А якщо...? А гроші «понад норму» вже в економічному обігу! Коротше кажучи, у зв'язку з нездатністю створити потужну державну інвестиційну інституцію (умовно: Український банк реконструкції та розвитку) розвивається ідея перетворення емісійного банку на інвестиційний, який безпосередньо займається «проектним фінансуванням». Ідея ця не нова. Пригадаймо, що за часів Мобуту Сусе Секо центральний банк Конго таким чином фінансував видобуток алмазів, а самі камінці зараховував собі в золото-валютні резерви. Точніше: «діамантово-валютні».

Але все ж таки, чому за всього багатства вибору ставок їх вплив на реальні ефективні ставки залишає бажати кращого..? Насамперед тому, що, на відміну від відомого римського імператора, монетарна влада не може одночасно робити кілька справ. Йдеться, природно, знову про тріаду: «фіксований курс» – «вільний рух капіталу» – «контроль інфляції». Справа в тому, що в цій, так би мовити, «трилеммі Юлія Цезаря», одночасно можна досягти лише дві мети. На вибір. Свобода руху капіталу є не лише політичним вибором джерела фінансування нашого розвитку (залучення іноземних інвестицій), а й даністю сучасної глобалізованої економіки. Якій, звичайно, можна протистояти, перейшовши до автаркії. Наприклад, як Північна Корея. (Утім, це не допомогло Пхеньяну утримати ані інфляцію, ані курс вони, яку в кінці минулого року довелося обмінювати на нові «дерев'яні», один до ста.) Але повернемося до реалій глобалізованого світу: центробанку ще залишається вибір між контролем (таргетуванням) цін (інфляції) або валютного курсу. Переважна більшість країн (особливо, якщо ми говоримо про промислово розвинені країни) давно вже відмовилися від фіксації курсу своєї валюти. У принципі, якщо я не помиляюся, з часів рішень Кінгстона 1976 року. Які, й насправді, зіграли для грошового обігу роль своєрідного кінгстону, що регулює приплив ліквідності, – за нашою аналогією: рідини, точніше «крові економіки».

Але якраз пора повернутися до світової фінансової кризи і сказати, що в цю «кров» проник небезпечний вірус: у протиріччі «держава – людина» раптово перевагу отримала держава. Насправді криза виникла не внаслідок «надлишку капіталізму», а, навпаки, внаслідок його «нестачі». Це, мабуть, перша криза, зумовлена послабленням імунітету в результаті порушення природного, багаторічного балансу, який підтримувався в умовах існування «двох світів». Крах світової комуністичної системи призвів до того, що небезпека надмірної соціалізації (або одержавлення) економіки перестала відчуватися так гостро: адже «поганий приклад», у вигляді «успіхів» соціалістичної економіки, – «*економіки дефіциту*», – який був перед очима західних політиків протягом майже всього двадцятого століття, – раптово зник. І тепер уже західні держави почали схилитися до єресі «державного втручання» в економіку. Причому дедалі більше на боці попиту, аніж пропозиції. Результати не змусили себе довго чекати.

Потрібно сказати, що бенефіціарами при цьому стали зовсім не тільки (і не стільки) соціалізовані верстви суспільства (низькокваліфіковані працівники, пенсіонери, безробітні, учні). Багато написано про, м'яко кажучи, необґрунтовано завищені доходи банкірів та інших фінансистів. А хіба може бути високопродуктивною економіка суспільства, в якому не менш нечувані доходи мають майстри таких «суспільно необхідних» навичок, як, скажімо, уміння швидко пробігти з наповненим повітрям міхуром і вдарити його, потрапивши в певне місце? Або вміння видавати приємні (іноді, втім, не дуже приємні) звуки, ефектно пересуваючись при цьому по сцені? Безсумнівно, індустрія розваг завжди була і має право на існування, має право на своє місце в економічній системі. Тільки якщо це місце стає тронем, то навряд чи

---

варто очікувати зростання ефективності виробництва. «Хвіст крутить собакою» (*Wag the Dog*) – так це, здається, називається.

### Література

1. Friedman, M., and Rose D. Friedman. 1980. *Free to Choose: A Personal Statement*. New York: Harcourt Brace Jovanovich, p. 281.
2. Introduction: *No New Bretton Woods, but a System in Flux* Paola Subacchi. – *Beyond the Dollar Rethinking the International Monetary System*. A Chatham House Report Edited by Paola Subacchi and John Driffill – March 2010, p. 1.
3. Daron Acemoglu & James A. Robinson, *A Theory of Political Transitions*, LSE, 1999, p. 17.

Стаття надійшла до редакції 20 липня 2010 р.