

УДК 336.71

<https://doi.org/10.32342/3041-2137-2025-1-62-9>

І.О. Школьник,

доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансових технологій та підприємництва Сумського державного університету, м. Суми (Україна)

<https://orcid.org/0000-0002-5359-0521>

Ю.М. Огорілко,

аспірант Сумського державного університету, м. Суми (Україна)

<https://orcid.org/0009-0001-2108-5192>

ПРАВИЛА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ – ПІДГРУНТЯ СУЧАСНОЇ ПАРАДИГМИ НЕЗАЛЕЖНОСТІ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

У статті аналізуються витoki формування сучасної парадигми незалежності центральних банків як у історичній ретроспективі, так і з позиції впровадження певних правил монетарної політики.

Проілюстровано, що впровадження правил монетарної політики не було ситуативним чи випадковим процесом. Цей процес став реакцією на провал макроекономічної політики 1960-х та 1970-х років з орієнтованістю на криву Філіпса як моделі забезпечення низького рівня безробіття за рахунок підвищеного рівня інфляції. Центральний банк при цьому відігравав другорядну роль у процесі макроекономічної стабілізації, і його незалежність була підпорядкована меті забезпечення стабільно низького рівня безробіття.

Практика впровадження правил монетарної політики (правило М. Фрідмана, правило Дж. Тейлора) показує відсутність жорсткого дотримання центральними банками їх рецептів. Незважаючи на це, доведено, що правила монетарної політики у зіставленні з дискреційними рішеннями центральних банків у історичному розрізі дають кращі результати боротьби з підвищеним рівнем та волатильністю інфляції.

Досліджені приклади монетарного таргетування у Німеччині та Швейцарії з 1970-х по 1990-ті роки ілюструють використання правил монетарної політики скоріше не як жорсткого каркаса, а орієнтира для закріплення інфляційних очікувань економічних агентів. При цьому у науковій літературі існує згода, що відносно безболісне подолання наслідків екзогенних шоків у цей період (нафтові кризи, возз'єднання Німеччини) дослідженими країнами відбулося саме завдяки впровадженню правил монетарної політики. У свою чергу, Дж. Тейлор, правило якого служило орієнтиром для встановлення оптимальної відсоткової ставки для боротьби з підвищеною інфляцією та забезпечення економічного зростання, вказував на те, що відхилення центральних банків від правилоподібної поведінки призвело до кризи 2008 р., і для макроекономічної стабілізації необхідним є повернення до використання монетарних правил.

Як наслідок, автори дійшли висновку, що впровадження правил монетарної політики сприяло усуненню дискреційності у прийнятті рішень та обмеженню політичного впливу на грошово-кредитну політику. При цьому ефективність монетарної політики не пов'язана з простим юридичним закріпленням незалежності центральних банків, а залежить від впровадження правил монетарної політики, які є підґрунтям фактичної незалежності монетарних інституцій.

Ключові слова: крива Філіпса, монетарне таргетування, правило Тейлора, дискреційна монетарна політика, волатильність інфляції

JEL classification: B22, E31, E42

Постановка проблеми. Питання незалежності центральних банків є одним з ключових при аналізі основ організації та функціонування зазначених інституцій. Однак, розглядаючи це питання ретроспективно, не можна не помітити тісний зв'язок між дотриманням центральними банками правил монетарної політики та їх фактичною незалежністю.

Саме тому дослідження незалежності центральних банків крізь призму дотримання правил монетарної політики є на сьогодні особливо актуальним, особливо через підвищення дискреційності у прийнятті монетарних рішень після фінансової кризи 2008 р.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питанню незалежності центральних банків у співвідношенні з дотриманням правил монетарної політики було присвячено дослідження таких авторів, як: А. Мельцер, А. Орфанідіс, Б. Маккалум, Дж. Б. Тейлор, М. Фрідман, Ф. Мішкін та ін.

Метою статті є визначення зв'язку між дотриманням правил монетарної політики та незалежністю центральних банків на різних етапах історичного розвитку.

Правила проти дискреції. Історія розвитку центральних банків після Другої світової війни є яскравим прикладом маятникоподібної зміни повноважень монетарних інституцій, що відобразилося у крайніх проявах дихотомії «правила чи дискреція». Одна з площин аналізу зазначеної дихотомії стосується особливостей правил монетарної політики у зіставленні з розсудом, виходячи з уявлень Ф. Кідланда та Е. Прескота щодо коливань ділового циклу та здатності урядів реалізовувати бажану економічну політику.

Як зазначають дослідники, короткострокові коливання обсягів виробництва та зайнятості в основному зумовлені коливаннями сукупного попиту, тобто бажанням інвесторів вкладати кошти та бажанням споживачів споживати. Політика макроекономічної стабілізації може і повинна систематично

контролювати сукупний попит, щоб уникнути повторюваних коливань виробництва [1].

На переконання авторів, доки відсутня перевірена теорія економічних коливань, активна стабілізація може бути небезпечною, і краще її не проводити. Покладання на такі практики, як постійне зростання грошової маси є безпечнішим політичним курсом. Як наслідок політики при проведенні монетарної політики мають дотримуватись правил, а не розсуду. Такі правила мають бути простими та зрозумілими, щоб одразу було ясно коли відбувається відхилення від правил політики [2, с. 486–487].

Б. Маккалум вказує на те, що противники застосування правил монетарної політики зазвичай посиляються на нібито обмеження гнучкості політики. Концепція, яку вони мають на увазі, це режим, за якого центральний банк передав прийняття монетарних рішень «клерку, озброєному простою формулою та ручним калькулятором». Однак фактично жоден центральний банк, який дотримується правил політики, не збирається автоматизувувати власну політику до такої міри [3, с. 365–372].

Нова хвиля дискусій про доцільність дотримання правил при проведенні монетарної політики чи покладання на розсуд розпочалася після кризи 2008 р. та аналізу політики ФРС у цей період часу. Зокрема А. Орфанідіс вказував на те, що нинішня політика ФРС робить занадто великий акцент на дискреційних нарадах і є недостатньо систематичною, щоб відповідати найкращим політичним практикам. Це особливо проблематично через так званий подвійний мандат ФРС – досягти одночасно максимальної зайнятості та стабільності цін. Поєднання розсуду та багатьох суперечливих цілей робить ФРС, на думку автора, вразливою для всіх пасток, які монетарна теорія та історія вчать уникати при проведенні систематичної політики [4, с. 139–140].

А. Мельцер, один з найвідоміших істориків ФРС, описуючи цей період, вказував саме на непослідовність

монетарної політики центрального банку. Він зазначав, що надмірна реакція на короткострокові події та нехтування довгостроковими наслідками є однією з головних помилок Федерального резерву у цей період (це проявилось, у тому числі, через нерівномірний допуск до фінансової допомоги – порятунок Bear Stearns, але нехтування фінансовими складнощами Lehman Brothers тощо). Вказуючи на історичний досвід функціонування ФРС, дослідник відзначав, що тривалий період низької інфляції та відносно стабільного зростання (з 1985 по 2003 рр.) став можливим завдяки тому, що ФРС дотримувалася правила Тейлора. З іншого боку, дискреційна політика призвела до Великої депресії, Великої інфляції, численних інфляцій та спадів. ФРС також сприяла кризі 2008 р., утримуючи аномально низькі процентні ставки надто довго. Однак, на думку автора, жодне правило не може працювати увесь час. Правилopodobна поведінка вимагає від центрального банку оголошення правила, і, якщо існують підстави для відступлення від нього, таке рішення має бути оголошено публічно [5, с. 261–262].

У науковій літературі також акцентується увага на необхідності відмежування реальних монетарних правил від псевдоправил.

Дж. Селджин відзначав [6], що псевдогрошове правило – це правило, яке або не виконується належним чином, або передбачається, що воно запроваджується на нетривалий період часу. На переконання автора, справжні монетарні правила існували у минулому, але на сьогодні таких правил майже не існує. І навпаки, псевдогрошові правила є більш поширеними навіть за загально визначеної монетарної розсуд. Щоб відрізнити реальні правила від псевдогрошових, необхідно визначити різницю між правилом, яке просто впроваджується, і правилом, яке виконується.

Монетарне правило є реальним, якщо воно є забезпеченим. Забезпеченим є монетарне правило, коли за його невиконання грошово-кредитний орган

несе відповідальність (у вигляді прямих штрафів, звільнень тощо). З цієї позиції, на думку автора, монетарна система Нової Зеландії є одним з прикладів псевдоправила, а не реального правила.

Монетарне таргетування. У 1950-ті роки М. Фрідман сформулював класичну версію так званого монетарного правила, що передбачало поступове щорічне збільшення грошової маси на 3-5%. Автор, зокрема, зазначав, що серед економічних явищ немає жодної емпіричної закономірності, яка базувалася б на такій кількості доказів, як зв'язок між істотними змінами у грошовій масі та рівнем цін. Невідомі приклади, коли суттєва зміна запасу грошей на одиницю продукції відбулася без суттєвої зміни рівня цін у тому самому напрямку. Як наслідок, М. Фрідман сформулював такі постулати монетарного правила [7]:

1. Для того, щоб рівень цін був достатньо стабільним протягом наступних десятиліть, грошова маса має зростати, щоб пристосуватися до зростання виробництва та чисельності населення.

2. Важливою вимогою для уникнення значної інфляції або дефляції є підтримання темпів приросту грошової маси на рівні 3-5 % на рік.

3. Постійний темп зростання пропозиції грошей не означатиме досконалої стабільності, навіть якщо вдасться запобігти значним коливанням, які прослідковувались у минулому.

Зазначене правило, своєю чергою, висунуло ще одну вимогу до монетарної політики того часу – монетарна влада повинна керуватися у своїй політиці величинами, які вона може контролювати. До таких, на думку М. Фрідмана, належать обмінний курс, рівень цін (визначений певним індексом) та обсяг грошової маси. Замість фіксації монетарної політики на підтриманні обмінного курсу краще дозволити ринку за допомогою плаваючих валютних курсів пристосуватися до світових умов. Зв'язок між політикою монетарного органу та рівнем цін, незважаючи на те, що він безсумнівно присутній, є більш опосередкований, ніж

зв'язок між монетарною політикою та грошовими агрегатами. Саме тому для автора найбільш привабливими рамками монетарної політики залишався контроль за темпами проросту грошової маси [8, с. 14–17]. Проблема, яку відзначав автор у власному правилі, полягала у необхідності вжиття заходів задля підвищення точності, з якою ФРС може контролювати пропозицію грошей (через усунення статистичних невідповідностей) [9, с. 20–23].

У літературі виділяють такі передумови об'єктивації монетарного правила, які одночасно є підтвердженнями пропозиції М. Фрідмана збільшувати грошову масу на 3–5 % на рік [10, с. 18–19]:

1. У довгостроковій перспективі існує сильний емпіричний зв'язок між зміною пропозиції грошей і змінами у цінах. При цьому зміни пропозиції грошей передують змінам у цінах.

2. Відсутній чіткий зв'язок між змінами у цінах та обсягами виробництва. Економічне зростання залежить від таких факторів, як зростання рівня знань, технічних навичок, темпів зростання чисельності населення тощо.

3. Зв'язок між грошима, обсягами виробництва і цінами набагато складніший у межах ділового циклу, аніж просто у довгостроковій перспективі. У межах ділового циклу цей зв'язок підпорядкований тривалим та нестабільним часовим лагам. Тому дискреційна монетарна політика, спрямована на згладжування циклу, натомість слугувала його посиленню.

4. Монетарна політика Федерального резерву сприяла Великій депресії двома способами. По-перше, ФРС прискорила Велику депресію у 1929 р., проводячи жорстку монетарну політику з початку 1928 р. По-друге, з кінця 1930 р. ФРС допустила поглиблення депресії, коли низка банкрутств банків призвела до кризи ліквідності, а центральний банк не забезпечив її, щоб банки змогли задовольнити вимоги своїх клієнтів. Дозволивши скорочення грошової маси більш ніж на третину між 1929 та 1933

рр., ФРС несла основну відповідальність як за початок, так і за глибину депресії.

Досвід реалізації режиму монетарного таргетування. У 1970-х роках монетарне таргетування як рамки монетарної політики було прийнято рядом промислово розвинених країн як реакція на зростання занепокоєння щодо інфляції. Досвід монетарного таргетування у США, Канаді та Великій Британії не був особливо успішним. Це пояснюється тим, що у цих країнах монетарне таргетування не проводилося серйозно (центральні банки не оголошували цілі зростання грошових агрегатів або часто перевищували свої цілі, не визначали причини відхилень від цілей монетарної політики тощо). Крім того, практика впровадження зазначеного монетарного режиму проявила зростаючу нестабільність взаємозв'язку між грошовими агрегатами та цільовими змінними (такими як інфляція) [11, с. 3–5]. Зазначене зумовило відмову центральних банків вказаних країн від режиму монетарного таргетування на початку 1980-х років.

Однак приклади впровадження стратегії монетарного таргетування у Німеччині та Швейцарії, хоч і не у класичному варіанті, запропонованому М. Фрідманом, показали свою ефективність у зниженні волатильності рівня інфляції та стабілізації інфляційних очікувань.

Німеччина. У 1970-х роках інфляція у Німеччині була нижчою, порівняно із США чи Великобританією, після краху Бреттон-Вудської системи у 1973 р. Тому Бундесбанк відіграв центральну роль в європейській монетарній політиці з 1970-х до 1990-х років. Багато країн прив'язали свої валюти до німецької марки де-юре чи де-факто через Європейську валютну систему (EMS), сподіваючись експортувати монетарну довіру з Німеччини [12, с. 1–4].

Після розпаду Бреттон-Вудської системи Бундесбанк відчув потребу підтримувати певний номінальний якір, щоб керувати монетарною політикою. Рамки монетарної політики цього періоду у Німеччині виглядали таким чином.

Щороку Бундесбанк встановлював мету щодо інфляції. Потім встановлювався цільовий темп зростання для визначеного грошового агрегата, який мав відповідати цільовому показнику інфляції. При цьому цільове зростання грошової маси визначалось, виходячи із загальноприйнятого рівняння кількісної теорії, яке пов'язує гроші, швидкість їх обертання, ціни та обсяг виробництва [13, с. 6–9].

Бундесбанк був першим центральним банком у світі, який прийняв монетарну мету (на 1975 р.). Однак, на відміну від класичних рецептів монетаристів щодо поступового зростання грошової маси, на практиці Бундесбанк використовував дещо модифіковані рамки монетарної політики, які інтерпретував як «експеримент» чи «прагматичний монетаризм» і дотримувався цієї стратегії до 1998 р. Зазначені відмінності проявлялись у такому [14, с. 13]:

1. Бундесбанк не намагався безпосередньо контролювати грошову масу, а дотримувався підходу непрямого впливу на попит на гроші шляхом зміни ключових ставок грошового ринку та банківських резервів.

2. Бундесбанк із самого початку дав зрозуміти, що він не у змозі гарантувати досягнення монетарних цілей з будь-яким ступенем точності.

Відхилення практики монетарного таргетування Бундесбанку від класичних рецептів монетаризму проявлялося також у використанні інструментів валютної інтервенції для стерилізованого впливу на валютний ринок у 1975–1981 рр., що, за суттю, означало орієнтацію політики Бундесбанку на короткострокове підтримання валютного курсу [15, с. 1–44].

Дослідники відзначають, що стратегія Бундесбанку у цей період була орієнтована на довгостроковий зв'язок між грошима та цінами, який базувався на постулатах кількісної теорії. Однак у межах цього зв'язку повною мірою використовувалася гнучкість, що проявлялася в існуванні цільового діапазону грошового зростання [16, с. 1–67].

У науковій літературі [14, с.16–18] акцентується увага також на тому, що впровадження монетарного таргетування дозволило послабити наслідки різкого зростання цін на нафту у 1979 р. У відповідь на цей виклик Бундесбанк збільшив дисконтну відсоткову ставку з 3% на початку 1979 р. до 7,5% у травні 1980 р. Паралельно ломбардну ставку було збільшено з 3 до 9,5% у травні 1980 р. Крім того, починаючи з 1979 р., Бундесбанк знизив монетарні цілі, чим сигналізував про пріоритет у відновленні цінової стабільності.

Іншим викликом, який постав перед Бундесбанком у часи монетарного таргетування, стало возз'єднання Німеччини. Німецька марка була введена в обіг у східних землях 1 червня 1990 р., що передувало політичному об'єднанню (3 жовтня 1990 р.). Розширення територіальної сфери монетарної політики призвело до значного зростання грошової маси (приблизно на 15% грошової маси Західної Німеччини) та, відповідно, суспільної невизначеності щодо інфляції.

Існували також додаткові фактори, які заважали проведенню політики Бундесбанку, орієнтованої на цінову стабільність. Возз'єднання Німеччини призвело до значного збільшення сукупних видатків і дефіциту державного бюджету. Як наслідок інфляція швидко зросла (так, у другий половині 1991 р. ціни зросли у середньому на 4%).

Реагуючи на вказані обставини, Бундесбанк на короткий час прийняв стратегію монетарної експансії понад оголошену мету. У той же час цільові показники зростання грошової маси виявилися корисними з погляду закріплення інфляційних очікувань, навіть незважаючи на те, що було складно визначити адекватний рівень зростання грошової маси для возз'єднаної Німеччини.

Б. Бернанке та І. Міхов, досліджуючи питання цільової спрямованості діяльності Бундесбанку, доцільно ставили під сумнів той факт, що Бундесбанк протягом досліджуваного періоду дотримувався

правила монетарного таргетування. На думку авторів, незважаючи на те, що Бундесбанк публічно наголошував на важливості грошових цільових показників у своїй політиці з 1975 р., вони насправді прив'язувалися до прогнозованого рівня інфляції та потенційного зростання виробництва. Зокрема після 1985 р. Бундесбанк орієнтувався на цільову інфляцію на рівні 2%, що відповідала уявленню про цінову стабільність. Крім того, орієнтиром для визначення величини зростання грошової маси було також прогнозоване зростання виробничого потенціалу.

На підпорядкування мети зростання грошової маси своїй меті щодо інфляції вказувало також те, що Бундесбанк на практиці відхилився від цільових показників зростання грошової маси, щоб компенсувати неочікувану інфляцію.

Як наслідок автори дійшли висновку, що Бундесбанк використовує зростання грошової маси як важливу інформаційну змінну та операційний орієнтир, однак загалом його політику краще характеризувати як таргетування інфляції, аніж монетарне таргетування [17].

Швейцарія. Після краху Бреттон-Вудської системи Швейцарський національний банк кардинально змінив підхід до монетарної політики. Починаючи з 1974 р., щорічне цільове зростання грошової маси замінило фіксований обмінний курс як нова прив'язка рівня внутрішніх цін. Монетарне таргетування відображало тверду віру у три принципи політики, а саме: цінова стабільність як кінцева мета монетарної політики; жорсткий контроль за зростанням грошової маси як необхідна умова досягнення кінцевої мети; прихильність правилам політики. При цьому центральний банк регулярно пояснював громадськості припущення, що лежали в основі його монетарної політики. Такі дії Швейцарського національного банку визначаються авторами як «правилоподібна» поведінка (Rule-Like Behavior) або «обмежений розсуд» [18, с. 10–25].

Як відзначають у науковій літературі, рішення про впровадження монетарного таргетування було прийнято Швейцарським національним банком в односторонньому порядку, але за підтримки федерального уряду. При цьому прийняття монетарних цілей було менш поступовим, ніж у Німеччині, значною мірою через те, що швейцарська фінансова система швидше реагувала на монетарні імпульси. У Швейцарії, як і у Німеччині, монетарні цілі були прийняті у той час, коли і інфляція, і монетарне зростання явно сповільнилися, що полегшило процес впровадження режиму монетарного таргетування [19, с. 12–15].

Як і у практиці монетарного таргетування Бундесбанку, Швейцарський національний банк у випадку необхідності відхилився від означених монетарних цілей та змінював рамки монетарної політики залежно від загальної макроекономічної ситуації.

З 1975 по 1978 рр. Швейцарський національний банк оголошував цілі щодо зростання вузького грошового агрегата М1. Восени 1978 р., після реального підвищення курсу швейцарського франка на 30% за попередні 12 місяців, центральний банк перейшов до таргетування обмінного курсу. Навесні 1979 р. Швейцарський національний банк повернувся до монетарного таргетування, хоча це повернення не було публічно оголошено. З 1980 р. він знову оголосив монетарні цілі, проте, на відміну від попередніх періодів, центральний банк обрав сезонно скориговану монетарну базу (SAMB) як нову цільову змінну (яка на практиці виявилася навіть вужчою за грошовий агрегат М1) [19, с. 23].

Як відзначають функціонери центрального банку Швейцарії, він застосовував підхід монетарного таргетування, щоб знизити інфляцію та стабілізувати її на низькому рівні протягом 1970-х і 1980-х рр. Як і Бундесбанк, він гнучко використовував систему монетарного таргетування, надаючи, коли це необхідно, пріоритет довгостроковій меті стабільності цін над монетарним

цільовим таргетом. З цієї причини автори характеризують монетарну політику Швейцарського національного банку цього періоду як попередника системи таргетування інфляції.

Протягом 1990-х років через серйозні потрясіння та нестабільність попиту на гроші Швейцарському національному банку стало все важче покладатися на свою стратегію монетарних цілей. Таким чином, було запроваджено нову політичну основу, яка набула чинності у грудні 1999 р. Нова система ввела важливі нові елементи, але вона не означала повного розриву з минулою практикою, оскільки основна мета грошово-кредитної політики залишилася незмінною. Нова система має важливі спільні риси з ідеями та принципами таргетування інфляції, однак наявні відмінності із зазначеною монетарною системою не дозволяють назвати політику Швейцарського національного банку інфляційним таргетуванням [20, с. 4–5].

Як вказує Г. Річ, наприкінці 1999 р. Швейцарський національний банк змінив концепцію монетарної політики та відмовився від монетарного таргетування на користь підходу, базованого на прогнозі інфляції. Хоча грошова база, як проміжна цільова змінна, страждала від нестабільності, перехід до нової політики був мотивований більш фундаментальними проблемами, пов'язаними з принципами саме підходу монетарного таргетування. Монетарна база слугувала ефективним довгостроковим політичним якорем, але вона не дуже підходила для прийняття рішень в умовах екзогенних шоків (шоків обмінного курсу чи циклічних потрясінь) [21, с. 1].

Правило Тейлора. Правило Тейлора, сформульоване економістом Дж.Б. Тейлором у 1993 р., слугує орієнтиром для встановлення оптимальної ставки федеральних фондів – міжбанківської кредитної ставки, на яку ФРС впливає для досягнення своїх цілей. Це правило спрямоване на те, щоб систематично пов'язувати монетарну політику з

інфляцією та економічним зростанням, і дозволяє центральним банкам ефективно реагувати на економічні коливання. Хоча ФРС не зобов'язана суворо дотримуватися правила Тейлора, воно використовується як орієнтир для розуміння та передавання рішень щодо монетарної політики [22, с. 3].

Саме Дж. Тейлор, визначаючи оптимальні рамки монетарної політики, вказував на такі її елементи [23, с. 1–13]:

1. Короткострокова процентна ставка (ставка федеральних фондів) визначається силами попиту і пропозиції на грошовому ринку.

2. ФРС регулює пропозицію грошей або визначає розмір резервів, щоб досягти бажаних цілей для короткострокової процентної ставки. Таким чином, існує зв'язок між кількістю грошей чи резервів і процентною ставкою.

3. ФРС коригує процентну ставку залежно від економічних умов: процентна ставка підвищується на певну величину, коли інфляція перевищує цільовий показник, і процентна ставка знижується на певну величину, коли економіка переходить у стан рецесії.

4. Щоб зберегти свою незалежність і зосередитися на своїх цілях контролю над інфляцією та макроекономічною стабільністю, ФРС не повинна надавати кредити і брати участь у фіскальній політиці, надаючи фінансову допомогу певним фірмам чи секторам.

Однак зазначені рамки монетарної політики, попри візуальну простоту, мають складнощі реалізації. Перша складність полягає у тому, що існують систематичні помилки в оцінках перспектив економіки. Застосовуючи правило у режимі реального часу, розробник політики покладається на попередні оцінки і прогнози інфляції та безробіття замість оцінки реальних перспектив економіки, які на момент визначення політики, очевидно, невідомі. Інша проблема полягає у тому, що наразі не винайдено методу точної і легкої оцінки природної ставки відсотка або безробіття, що є орієнтиром монетарної політики [24, с. 1–11].

Аналізуючи практику реалізації правил політики, Дж. Тейлор зазначав, що економічна політика у післявоєнний період пройшла три великі коливання між політикою, базованою на правилах, і дискреційною політикою. У 1960-х і 1970-х рр. проводилася більш дискреційна політика; потім у 1980-х і 1990-х рр. стався зсув до політики, базованої на правилах. За останнє десятиліття відбулося повернення до більш дискреційної політики. Примітно, що такі коливання відбулись одночасно як у монетарній, так і у фіскальній політиці [25, с. 56–57]. При цьому останнє повернення до дискреційної політики, на переконання автора, спровокувало кризу 2008 р. (підтримання низьких процентних ставок ФРС з 2003–2005 рр.; дискреційна допомога з березня 2008 р. тощо) [25, с. 62]. На підставі аналізу балансу ФРС Дж. Тейлор дійшов висновку про те, що за останні кілька місяців 2008 р. відбулося різке зростання резервів центрального банку. І хоча можна було допустити, що таке зростання було пов'язане зі збільшенням попиту на гроші під час фінансової кризи, аналіз показав, що таке збільшення було пов'язане з необхідністю здійснення позик і придбання цінних паперів з метою надання допомоги конкретним фірмам і секторам [26, с. 21–23].

У результаті автор пропонує повернутися до використання монетарних правил. Однак, на відміну від 1970-х років, коли вони розроблялися і використовувалися радше для допомоги керівникам центральних банків приймати рішення про відсоткову ставку менш дискреційним способом задля досягнення цінової та економічної стабільності, дослідник пропонує законодавчо закріпити правило монетарної політики. Оскільки монетарна політика останнім часом стала більш дискреційною, більш орієнтованою на короткострокову перспективу, законодавче правило може змінити короткострокову спрямованість політики та відновити довіру до здорових монетарних принципів, які відповідають

довгостроковій стабільності цін і швидкому економічному зростанню [27, с. 1–9].

Однак перехід до використання правил монетарної політики, за вказівкою Дж. Тейлора, має певні складнощі, що пов'язані із зазначеним нижче. По-перше, розробка правил політики передбачає, що очікування є раціональними. Тому їх впровадження має сенс, коли політика проводиться протягом тривалого періоду часу. Іншою складністю є існування в економіці природної жорсткості, яка не дозволяє економічним агентам миттєво змінювати поведінку. Основними прикладами такої жорсткості є довгострокові зобов'язання щодо заробітної плати, інвестиційні проекти, кредитні контракти тощо. Така жорсткість передбачає, що перехід до правила монетарної політики має бути поступовим та публічно оголошеним [28, с. 203–207].

Стосовно публічного оголошення правила політики автор зазначав, що правильне формулювання політики потребує або складного завдання моделювання того, як економічні агенти дізнаються про неоголошені плани, або очевидно легшого завдання – публічного оголошення планів, припускаючи, що вони будуть включені у інформаційні розрахунки агентів. Оголошення політичних планів центральним банком також може мати прямий стабілізаційний ефект, створюючи атмосферу, в якій бізнес та працівники можуть уникнути інфляційних рішень щодо заробітної плати та цін [29, с. 1267–1286].

Наслідки для незалежності. І правила монетарної політики, запропоновані М. Фрідманом, і правило Тейлора містять багато спільних рис, що спрямовані у першу чергу на обмеження дискреційності рішень центральних банків та підвищення їх незалежності [30, с. 308–309].

1. Обидва правила спрямовані на інструменти політики (грошовий агрегат у випадку М. Фрідмана та процентна ставка у випадку правила Тейлора), тим

самим обмежуючи дискреційність при прийнятті рішень.

2. Обмежуючи обсяг дискреційних повноважень, обидва правила обмежують потенційний політичний вплив, який, як правило, чиниться на монетарні органи влади. Легше вплинути на формування політики якщо грошово-кредитна влада виносить судження, ніж якщо вона зв'язана правилом.

3. Обидва правила чітко розмежовують грошово-кредитну та фіскальну політики, таким чином ще більше захищаючи монетарну владу від політичного тиску.

Останній аргумент наразі піддається перегляду і, наприклад, А. Орфанідіс вказує на те, що грошово-кредитна політика завжди має фіскальні наслідки. Незалежні центральні банки у розвинених економіках мають значну свободу дій, щоб пом'якшити фіскальний тиск без шкоди для цінової стабільності. У періоди фінансового стресу дискреційні дії та / або бездіяльність центрального банку також можуть створити непотрібні фіскальні проблеми для урядів зі здоровими фундаментальними принципами [31, с. 447–470].

На думку М. Фрідмана, очевидно, що політичний тиск з метою «щось зробити» в умовах відносно помірною зростання цін і зайнятості (або відносно помірною їх зниження) є сильним за існуючого стану суспільних настроїв. Основна мораль у цьому випадку полягає у тому, що поступка цьому тиску часто може завдати більше шкоди, ніж користі. Мета надзвичайно високого рівня економічної стабільності, безумовно, чудова, однак здатність центральних банків досягти цієї мети обмежена. Існує достатнє підґрунтя для уникнення екстремальних коливань, однак відомо недостатньо, щоб уникнути незначних коливань [7, с. 241–256].

Впровадження досліджуваних правил та забезпечення незалежності центральних банків не було ситуативним чи випадковим процесом. Вказані процеси стали наслідком макроекономічної політики 1960-х та 1970-х років.

За твердженням Б. Бернанке, грошово-кредитна політика наприкінці 1960-х і 1970-х роках була досить далекою від оптимальної. Її результатом була комбінація волатильності виробництва (безробіття) та інфляції, яка значно перевищувала ефективну межу, визначену правилом Тейлора. Розробники монетарної політики керувалися помилковими уявленнями про монетарну політику та економіку в цілому. По-перше, протягом цього періоду керівники центральних банків були занадто оптимістично налаштовані щодо можливості активістської монетарної політики компенсувати шоки виробництва та забезпечити постійний низький рівень безробіття. По-друге, монетарні політики недооцінили власний внесок у інфляційні проблеми того часу, вважаючи натомість, що інфляція була значною мірою результатом немонетарних сил.

Теоретичною основою вказаної політики активізму слугувала крива Філіпса, яка пропонувала постійний компроміс між інфляцією та безробіттям. Ідея цього компромісу відкрила оманливу можливість того, що в обмін на завищену інфляцію політики можуть забезпечити стабільно низький рівень безробіття. Наразі ця позиція дискредитована як теоретичними, так і емпіричними дослідженнями [32, с. 1–8].

Таким чином, у цей період незалежністю центральних банків було знехтувано в угоду немонетарного макроекономічного регулювання з акцентом на стабільно низькому рівні безробіття. А. Мельцер вказував також на те, що протягом усього часу існування ФРС зосередженість на короткострокових результатах монетарної політики пов'язана зі сприйняттям політичного тиску у питаннях інфляції та зайнятості. Цьому сприяв також подвійний мандат, який вимагав від ФРС реагувати на відхилення від цільового показника як рівня безробіття, так і рівня інфляції [5, с. 259–260].

Дж. Тейлор, продовжуючи аналіз Б. Бернанке, зазначив, що зміни у

макроекономічних показниках протягом останніх півстоліття були тісно пов'язані зі змінами в дотриманні правил монетарної політики і ступені фактичної незалежності центрального банку. Але ефективність монетарної політики не була пов'язана з де-юре незалежністю центрального банку. За відсутності бази, що ґрунтується на правилах, офіційна (юридична) незалежність центральних банків не дає хороших результатів монетарної політики [33, с. 155–162].

Висновки. Впровадження правил монетарної політики не було ситуативним чи випадковим процесом. Цей процес став реакцією на провал макроекономічної політики 1960-х та 1970-х років з орієнтованістю на криву Філіпса як моделі забезпечення низького рівня безробіття за рахунок підвищеного рівня інфляції. Центральний банк відігравав другорядну роль у процесі макроекономічної стабілізації, і його незалежність була підпорядкована меті забезпечення стабільно низького рівня безробіття.

Практика впровадження правил монетарної політики (правило М. Фрідмана, правило Дж. Тейлора) показує відсутність жорсткого дотримання центральними банками їхніх рецептів. Незважаючи на це, правила монетарної політики у зіставленні з дискреційними рішеннями центральних банків у історичному розрізі дають кращі результати боротьби з підвищеним рівнем та волатильністю інфляції.

Досліджені приклади монетарного таргетування у Німеччині та Швейцарії з 1970-х по 1990-ті роки ілюструють використання правил монетарної політики скоріше не як жорсткого каркаса, а орієнтира для закріплення інфляційних очікувань економічних агентів. При цьому у науковій літературі існує згода, що відносно безболісне подолання наслідків екзогенних шоків у цей період (нафтові кризи, возз'єднання Німеччини) дослідженими країнами відбулося саме завдяки впровадженню правил монетарної політики. У свою чергу Дж. Тейлор, правило якого служило орієнтиром для встановлення оптимальної відсоткової ставки для боротьби з підвищеною інфляцією та забезпечення економічного зростання, вказував на те, що відхилення центральних банків від правилоподібної поведінки призвело до кризи 2008 р., і для макроекономічної стабілізації необхідним є повернення до використання монетарних правил.

Впровадження правил монетарної політики сприяло усуненню дискреційності у прийнятті рішень та обмеженню політичного впливу на грошово-кредитну політику. При цьому ефективність монетарної політики не пов'язана з простим юридичним закріпленням незалежності центральних банків, а залежить від впровадження правил монетарної політики, які є підґрунтям фактичної незалежності монетарних інституцій.

Список використаної літератури

1. Kydland F., Prescott's E. Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles. *Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*. 11 October 2004. URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/advanced-economicsciences2004.pdf> (дата звернення 03.08.2023).
2. Kydland F.E., Prescott E.C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85(3). P. 473-492.
3. McCallum B.T. Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy. *Cato Journal*. 2004. Vol. 23 (3). P. 365-372.
4. Orphanides A. Improving Monetary Policy by Adopting a Simple Rule. *Cato Journal*. 2018. Vol. 38 (1). P. 139-146.
5. Meltzer A.H. Federal Reserve Policy in the Great Recession. *Cato Journal*. 2012. Vol. 32 (2). P. 255-263.

6. Selgin G. Real and Pseudo Monetary Rules. *Cato Journal*. 2016. Vol. 36 (2). P. 279-296.
7. Friedman M. The Supply of Money and Changes in Prices and Output. U.S. Congress, Joint Economic Committee. *The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth*. 1958. P. 241-256.
8. Friedman M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*. 1968. Vol. LVIII (1). P. 1-17.
9. Friedman M. Letter on Monetary Policy. *Economic Review*. 1974. May/June *Federal Reserve Bank of Richmond*. P. 20-23.
10. Dellas H., Tavras G.S. Friedman, Chicago and Monetary Rules. *Working Paper Series*. Becker Friedman Institute for Research in Economics. The University of Chicago. 2016. 7 April. P. 1-31.
11. Mishkin F.S. From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. *Columbia Business School*. Finance. 2001. October. NBER. P. 1-44.
12. Cloyne J., Hürtgen P., Taylor A.M. Global Monetary and Financial Spillovers: Evidence from a New Measure of Bundesbank Policy Shocks. *NBER Working Paper Series*. 2022. № 30485. P. 1-31.
13. Clarida R., Gertler M. How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*. 1996. № 5581. P. 1-50.
14. Beyer A., Gaspar V., Gerberding C., Issing O. Opting Out of the Great Inflation: German Monetary Policy After the Break Down of Bretton Woods. *NBER Working Paper Series*. 2008. № 14596. P. 1-61.
15. Obstfeld M. Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany, 1975-1981. *NBER Working Paper Series*. 1982. № 963. P. 1-44.
16. Tödter K-H, Ziebarth G. Price Stability vs. Low Inflation in Germany: an Analysis of Costs and Benefits. *NBER Working Paper Series*. 1997. № 6170. P. 1-67.
17. Bernanke B.S., Mihov I. What Does the Bundesbank Target? *NBER Working Paper Series*. 1996. № 5764. P. 1-42.
18. Jordan T.J., Peytrignet M., Rossi E. Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy. *Swiss Society of Economics and Statistics*. 2010. Vol. 146 (1). P. 9-90.
19. Laubach T., Posen A.S. Disciplined Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland. *Essays in International Finance*. Princeton University. 1997. № 206. P. 1-44.
20. Baltensperger E., Hildebrand P.M., Jordan T.J. The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework. *Swiss National Bank Economic Studies*. 2007. № 3 P. 2-28.
21. Rich G. Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective. *Conference on the Future of Monetary Policy*. World Bank, Washington D.C. 2000. July 11. P. 1-38.
22. Keida J. Following the Taylor Rule: Has the Fed Learned from Its Own "Success"? *Cato Working Paper*. 2023. № 77. P. 1-13.
23. Taylor J.B. An Exit Rule for Monetary Policy. Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 25 March 2010. *Discussion Papers, Stanford Institute for Economic Policy Research*. 2010. № 09-009. P. 1-13.
24. Orphanides A. Monetary Policy and the Great Inflation. Finance and Economics Discussion Series. *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, D.C. January 2002. P. 1-11.
25. Taylor J.B. The Cycle of Rules and Discretion in Economic Policy. *National Affairs*. 2011. Spring. P. 55-65.
26. Taylor J.B. The Need to Return to a Monetary Framework. *Business Economics*. 2009. Vol. 43 (2). P. 1-24.

27. Taylor J.B. Legislating a Rule for Monetary Policy. *Cato Journal*. 2011. Vol. 31 (3). P. 1-9.
28. Taylor J.B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. № 39 (1993). P. 195-214.
29. Taylor J.B. Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations. *Econometrica*. 1979. Vol. 47 (5). P. 1267-1286.
30. Dellas H., Tavlas G.S. Friedman and the Bernanke-Taylor Debate on Rules versus Constrained Discretion. *Cato Journal*. 2016. Vol. 36 (2). P. 297-313.
31. Orphanides A. Independent Central Banks and the Interplay between Monetary and Fiscal Policy. *International Journal of Central Banking*. 2018. Vol. 14 (3). P. 447-470.
32. Bernanke B.S. The Great Moderation. Presentation at the meetings of the Eastern Economic Association. *BIS Review*. 2004. № 12. P. 1-8.
33. Taylor J.B. The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*. 2013. Vol. 48 (3). P. 155-162.

References

1. Kydland, F., Prescott's, E. (2004). Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles. *Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*. 11 October. Retrieved from: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/advanced-economicsciences2004.pdf>.
2. Kydland, F.E., Prescott, E.C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp. 473-492.
3. McCallum, B.T. (2004). Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy. *Cato Journal*, vol. 23 (3), pp. 365-372.
4. Orphanides, A. (2018). Improving Monetary Policy by Adopting a Simple Rule. *Cato Journal*, vol. 38 (1), pp. 139-146.
5. Meltzer, A.H. (2012). Federal Reserve Policy in the Great Recession. *Cato Journal*, vol. 32 (2), pp. 255-263.
6. Selgin, G. (2016). Real and Pseudo Monetary Rules. *Cato Journal*, vol. 36 (2), pp. 279-296.
7. Friedman, M. (1958). The Supply of Money and Changes in Prices and Output. U.S. Congress, Joint Economic Committee. *The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth*, pp. 241-256.
8. Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, Vol. LVIII (1). pp. 1-17.
9. Friedman, M. (1974). Letter on Monetary Policy. *Economic Review*. May/June *Federal Reserve Bank of Richmond*, pp. 20-23.
10. Dellas, H., Tavras G.S. (2016). Friedman, Chicago and Monetary Rules. *Working Paper Series*. Becker Friedman Institute for Research in Economics. The University of Chicago, pp. 1-31.
11. Mishkin, F.S. (2001). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries. *Columbia Business School*. Finance, pp. 1-44.
12. Cloyne, J., Hürtgen, P., Taylor, A.M. (2022). Global Monetary and Financial Spillovers: Evidence from a New Measure of Bundesbank Policy Shocks. *NBER Working Paper Series*, № 30485, pp. 1-31.
13. Clarida, R., Gertler, M. (1996). How the Bundesbank Conducts Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, № 5581, pp. 1-50.

14. Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C., Issing, O. (2008). Opting Out of the Great Inflation: German Monetary Policy After the Break Down of Bretton Woods. *NBER Working Paper Series*, № 14596, pp. 1-61.
15. Obstfeld, M. (1982). Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany, 1975-1981. *NBER Working Paper Series*, № 963, pp. 1-44.
16. Tödter, K-H, Ziebarth, G. (1997). Price Stability vs. Low Inflation in Germany: an Analysis of Costs and Benefits. *NBER Working Paper Series*. № 6170. pp. 1-67.
17. Bernanke, B.S., Mihov, I. (1996). What Does the Bundesbank Target? *NBER Working Paper Series*, № 5764, pp. 1-42.
18. Jordan, T.J., Peytrignet, M., Rossi, E. (2010). Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy. *Swiss Society of Economics and Statistics*, vol. 146 (1), pp. 9-90.
19. Laubach, T., Posen, A.S. (1997). Disciplined Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland. *Essays in International Finance. Princeton University*, № 206, pp. 1-44.
20. Baltensperger, E., Hildebrand, P.M., Jordan, T.J. (2007) The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework. *Swiss National Bank Economic Studies*, № 3, pp. 2-28.
21. Rich, G. Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective. (2000). *Conference on the Future of Monetary Policy*, World Bank, Washington D.C. July 11. pp. 1-38.
22. Keida, J. (2023). Following the Taylor Rule: Has the Fed Learned from Its Own "Success"? *Cato Working Paper*, № 77, pp. 1-13.
23. Taylor, J.B. (2010). An Exit Rule for Monetary Policy. Testimony before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives. *Discussion Papers, Stanford Institute for Economic Policy Research*, № 09-009, pp. 1-13.
24. Orphanides, A. (2002). Monetary Policy and the Great Inflation. Finance and Economics Discussion Series. *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington, D.C. January, pp. 1-11.
25. Taylor, J.B. (2011). The Cycle of Rules and Discretion in Economic Policy. *National Affairs*, pp. 55-65.
26. Taylor, J.B. (2009). The Need to Return to a Monetary Framework. *Business Economics*, vol. 43 (2), pp. 1-24.
27. Taylor, J.B. (2011). Legislating a Rule for Monetary Policy. *Cato Journal*, vol. 31 (3), pp. 1-9.
28. Taylor, J.B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, № 39, pp. 195-214.
29. Taylor, J.B. (1979). Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations. *Econometrica*, vol. 47 (5), pp. 1267-1286.
30. Dellas, H., Tavlas, G.S. (2016). Friedman and the Bernanke-Taylor Debate on Rules versus Constrained Discretion. *Cato Journal*. vol. 36 (2), pp. 297-313.
31. Orphanides, A. (2018). Independent Central Banks and the Interplay between Monetary and Fiscal Policy. *International Journal of Central Banking*. vol. 14 (3), pp. 447-470.
32. Bernanke, B.S. (2004). The Great Moderation. Presentation at the meetings of the Eastern Economic Association. *BIS Review*, № 12, pp. 1-8.
33. Taylor, J.B. (2013). The Effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules. *Business Economics*. vol. 48 (3), pp. 155-162.

MONETARY POLICY RULES AS THE FOUNDATION OF THE MODERN PARADIGM OF CENTRAL BANK INDEPENDENCE

Inna O. Shkolnyk, Sumy State University, Sumy (Ukraine).

E-mail: y.shkolnyk@rectorat.sumdu.edu.ua

Yurii M. Ohorilko, Sumy State University, Sumy (Ukraine).

E-mail: Ogorilko@meta.ua

<https://doi.org/10.32342/3041-2137-2025-1-62-9>

Keywords: *Phillips curve, monetary targeting, Taylor rule, discretionary monetary policy, inflation volatility*

JEL classification: *B22, E31, E42*

The article analyzes the origins of the modern paradigm of central-bank independence both in historical retrospect and from the perspective of the implementation of certain monetary policy rules.

The question of central bank independence is one of the main issues in analyzing the foundations of the organization and functioning of these institutions. However, when considering this issue retrospectively, it is impossible not to notice the close connection between central banks' compliance with monetary policy rules and their actual independence.

That is why the research of central-bank independence through the prism of compliance with monetary policy rules is particularly relevant today, especially given the increased discretion in making monetary decisions after the financial crisis of 2008.

The authors illustrate that the implementation of monetary policy rules was not a situational or random process. This process was a reaction to the failure of the macroeconomic policy of the 1960s and 1970s, which focused on the Phillips curve as a model for ensuring a low level of unemployment at the expense of high inflation. At the same time, the central bank played a secondary role in the process of macroeconomic stabilization, and its independence was subordinated to the goal of ensuring a stable low level of unemployment.

The practice of implementing monetary policy rules (M. Friedman's rule, J. Taylor's rule) shows that central banks did not strictly adhere to these prescriptions. Despite this, the authors prove that monetary policy rules, in comparison with the discretionary decisions of central banks, historically give better results in combating high inflation and its volatility.

The studied examples of monetary targeting in Germany and Switzerland from the 1970s to the 1990s illustrate the use of monetary policy rules not as a rigid frame, but as a reference point for fixing inflationary expectations of economic agents.

At the same time, there is consensus in the scientific literature that the relatively smooth overcoming of exogenous shocks (oil crises, German reunification) in these countries occurred precisely because of the implementation of monetary policy rules. In turn, J. Taylor, whose rule served as a guideline for establishing the optimal interest rate to combat high inflation and ensure economic growth, pointed out that the deviation of central banks from rule-like behavior led to the crisis of 2008, and emphasized the need to return to using monetary rules for macroeconomic stabilization.

As a result, the authors concluded that the introduction of monetary policy rules contributed to the elimination of discretion in decision-making and the limitation of political influence on monetary policy. In this case, the effectiveness of monetary policy is not merely linked to the legal consolidation of central-bank independence, but depends on the implementation of monetary policy rules, which form the foundation for the actual independence of monetary institutions.

Одержано 20.02.2024.