

Тернопільський державний технічний університет імені Івана Пулюя

В.В. Козюк

Монографія:  
Трансформація центральних банків в умовах глобалізації:  
макроекономічні та інституціональні проблеми

Тернопіль 2005

## ВСТУП

Глобалізаційні процеси дедалі більшою мірою позначаються на трансформації практично усіх аспектів сучасного соціального та господарського поступу. Радикальні зміни у середовищі функціонування міжнародних ринків в напрямку посилення інтеграції та взаємозалежності вже призвели до принципової редакції усталених канонів економічної поведінки як на макро-, так і на мікрорівні. Особливо гостро глобалізація справляє вплив на національну макроекономічну політику, оскільки відображає виникнення якісно нових взаємозалежностей між макропоказниками, зміну змісту та форм прояву багатьох макроекономічних процесів. Чи не найбільшою мірою дані трансформації позначаються на центральних банках.

Те, що глобалізація чи не найбільшою мірою торкнулася радикального перегляду інституціональних та функціональних основ монетарної політики, випливає з багатьох причин. По-перше, монетарна політика є сферою, що узгоджує та субординує взаємопов'язану динаміку тих макроекономічних процесів, які відображають внутрішню та зовнішню рівновагу економіки країни. Власне, зв'язок між інфляцією, динамікою ВВП та платіжним балансом і валютним курсом має монетарний прояв. Якщо такі зв'язки не завжди мають детермінаційний характер, то вплив на дані показники з боку центральних банків так чи інакше приводить у дію механізм відновлення рівноважного стану і у сфері внутрішніх макропроцесів, і у сфері зв'язків з міжнародною економікою. Якщо глобалізація передбачає якісне підвищення значення таких зв'язків, то це стає фундаментальною передумовою для трансформацій у характері самих монетарних процесів. По-друге, глобалізація на сьогодні розвивається не однорідно, демонструючи те, що її авангардом є глобалізація фінансових ринків, що супроводжується підвищенням мобільності капіталів і, як наслідок, волатильністю міжнародних фінансових ринків та валютних курсів. Останні напряму пов'язані із ув'язкою “платіжний баланс-операції центрального банку”, що робить дані явища внутрішньо зав'язаними на характер монетарних процесів та поведінку самих центральних банків. Власне, саме з підвищенням мобільності капіталів та плинністю валютних курсів пов'язується

тенденція до перегляду визначальної ролі валютно-курсowego фактора у монетарній політиці. Тривалі відхилення валютних курсів від тих, які відповідають уявленням про фундаментальні процеси, послаблюють їх операційне значення при безпосередній імплементації монетарної політики. По-третє, глобалізація трансформує внутрішні зв'язки між макрозмінними, внаслідок чого засади макроекономічної політики, які були ще адекватними десятиліття тому потребують перегляду. Ескалація даної проблеми стає особливо гостро в світлі того, що прогрес у сфері інформаційних технологій та швидка зміна технологічних укладів виробництва взаємодіють з процесами глобалізації. Глобалізація і глибокі технологічні зрушення підсилюють один одного. За рахунок такого підсилення вони і стають фундаментальними факторами трансформаційних процесів у сфері міжнародної та національної макроекономіки, що потребують відповідної реакції центробанків. По-четверте, такі радикальні зміни у глобальній економіці вимагають відповідних адаптивних реакцій з боку центральних банків. Причому, такі реакції повинні супроводжуватися стійкими зрушеннями не тільки у імплементаційних аспектах монетарної політики, але й у сфері її засадних визначників, які відображають інституціональну, або формально-інституціональну, трансформацію, а не просто сукупність змін у поведінкових алгоритмах. Власне, саме глибокі трансформації на формально-інституціональному рівні і відображають те, наскільки фундаментально справляє вплив глобалізація на протікання макроекономічних процесів і, відповідно, на сферу компетенцій центральних банків. По-п'яте, центральні банки еволюціонують тривалий період часу, внаслідок чого в сучасних умовах спостерігається складне переплетіння інерційності даного еволюційного поступу зі специфічними впливами глобалізації на нього. Як наслідок, глобалізаційний вплив на розвиток центральних банків є аспектом їхньої власної еволюції.

Ринкова трансформація у постсоціалістичних країнах співпала у часі з розгортанням процесів глобалізації, привносячи нове розуміння досвіду реалізації монетарної політики. Втім, центробанки трансформаційних економік зіткнулися з набагато складнішою дилемою: з одного боку, сама логіка ринкових реформ

накладає відбиток на характерні риси проведення монетарної політики, з іншого — чим глибше просуваються реформи, тим більш інтегрованою стає перехідна економіка з глобальною, а відтак — тим більшою мірою глобалізація справляє вплив на монетарну політику постсоціалістичних країн. Власне, за рахунок цього гострота трансформаційних процесів в останніх набуває якісно іншого змісту, порівняно з розвинутими країнами, що вимагає специфічного підходу до аналізу монетарних процесів та інституціональних трансформацій у сфері функціонування центральних банків при ринковому реформування.

Відповідно, дослідження трансформаційних процесів у макроекономічній та інституціональній площині функціонування центральних банків є актуальним та таким, що вимагає нагального осмислення для розробки практичних рекомендацій щодо удосконалення монетарної політики в світлі глобалізації та євроінтеграції.

Монографія видана за сприяння добродія В.Толюка.

# РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ТРАНСФОРМАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

## 1.1. Глобалізація економіки: сутнісні риси та монетарні аспекти етимології

Трансформація глибинних основ світового господарства та макроекономічних систем окремих країн наприкінці ХХ ст., формуючи енергію подальших перетворень, та проєціюючи її на ХХІ ст., викликають аналітичний інтерес до проблематики функціонування цілого спектру суспільно-історичних та економіко-інституціональних елементів загально цивілізаційного поступу. Одним з таких елементів є центральний банк та сфера його функціональної активності. Важливість саме монетарного фактору сучасних трансформацій відображає цілий комплекс загальноекономічних та цільово-функціональних площин присутності центрального банку у ринковій економіці, на яких відображаються взаємообумовлені процеси розвитку в розрізі окремих країн — учасниць світової господарства, та світового господарства як цілісного компонента людської цивілізації.

Так, по-перше, економічна діяльність заснована на приматі грошового фактора в реалізації трансакцій; цей принцип поширюється і на фундаментальні чинники обміну на міжнародному рівні, а, можливо, на ньому набуває більш концентрованого, рельєфного виразу. По-друге, з часу виникнення дворівневих банківських систем з виокремленням процесу емісії у монополізоване середовище активності окремої інституції, роль організаційно-інституціональних факторів економічної активності та вектору їх функціонального спрямування визначила послаблення ринкового чинника товарно-обмінних операцій на користь інституціонального. По-третє, поява та посилення інституціонального каркасу монетарної сфери ринкової економіки виступили чинниками формування каналів справляння впливу на об'єктивно-стихійні ринкові процеси, що особливо гостро ретранслюється на закономірності розвитку міжнародної економічної діяльності, ефективність якої багато в чому визначається факторами інституціональної симетрії тих органів, що репрезентують політико-економічні контури держав, суб'єкти яких здійснюють таку діяльність. Наприклад, Б.Ейченгрін Н.Суззман наголошують, що перехід від товарних (субстанціональних) грошей до декретних чи трансформація

біметалічних грошових систем у монометалічні з їх подальшим перетворенням у бретонвудський та ямайський валютні устрої завжди справляли вплив одразу і на національну економіку та можливості здійснення макрополітики у ній, і на сферу міжнародних економічних відносин в цілому, що обумовлюється важливістю монетарного фактора опосередкування ринкових трансакцій і впливу на них<sup>1</sup>. Невипадково, що затребуваність центральних банків, їх створення наприкінці ХІХ ст. - початку ХХ ст. та остаточне утвердження в економічних системах з початку окремих країн, а згодом у системі світової економіки, кореспондує з рівнем розвитку саме масштабів втягнення суб'єктів підприємництва у міжнародну економічну діяльність та з процесами набуття такою діяльністю самодостатніх рис щодо забезпечення макро- та мікроекономічної ефективності на парадигмальному рівні еволюції світогосподарської системи.

Сучасним сутнісним проявом такої еволюції є процеси глобалізації. Остання, як феномен надекспансії підприємницької активності на міжнародний рівень, не знімає питань про кореспонденцію між її роллю в економічному поступі та розвитком і закономірностями трансформації вже укорінених в фундамент ринкового господарства центральних банків, а, навпаки, віддзеркалює нові процеси системної трансформації середовища їх функціонування, внаслідок чого вони самі зазнають відповідних змін, або ж стають їх провідниками на системно-інтегративному рівні світового господарства.

Для з'ясування сутнісних основ трансформації центральних банків в умовах глобалізації та виявлення основних закономірностей цього процесу необхідно ідентифікувати її основні гносеологічні риси.

Так, в перше термін “глобалізація” запропонував Т.Левітт ще у 1983 р., маючи під ним на увазі “феномен злиття ринків окремих продуктів, які виготовляються великими багатонаціональними компаніями”<sup>2</sup>. Подібне визначення, фактично, заклало методологічні основи подальших теоретичних інтерпретацій сутнісних зрізів процесу глобалізації. Наприклад, американські вчені Ч.Ен та Б.Реснік,

---

<sup>1</sup> Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — №43 // [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>2</sup> Levitt T. Harvard Business Review. — 1983. — P. 18.

дискутуючи з приводу етимології глобалізації, зазначають, що цим терміном з початку позначали нові явищі у бізнес-практиці 1980-х рр., які остаточно утвердились у подальшому<sup>3</sup>. Даний підхід сам по собі відображає окремий аспект даного процесу з явним перекосом на користь мікроекономічних детермінант його актуалізації.

Щодо більш сучасних визначень даного терміну, то можна виділити три основні загально методологічні підходи. В рамках першого підходу глобалізація розглядається як сучасний прояв поглиблених та модифікованих під впливом технологічно-інноваційної складової міжнародного бізнесу процесів інтернаціоналізації. Наприклад, Н.Думна констатує, що “глобалізація — вищий ступінь інтернаціоналізації, продовження транснаціоналізації. Основним її завданням є створення глобальної світової економіки з певними специфічними особливостями, рисами та структурами”<sup>4</sup>. А.Некіпелов стверджує, що “глобалізація являє собою сучасний етап інтернаціоналізації суспільно-економічного життя у планетарному масштабі”<sup>5</sup>. Подібне визначення дає І.Осадча: “Глобалізація — присуті справи черговий етап інтернаціоналізації, заснований на розвитку інформаційних технологій”<sup>6</sup>. Дещо відмінне, але за своїм змістом подібне визначення міститься в українській економічній енциклопедії: “Глобалізація — категорія, яка відображає процес обміну товарами, послугами, капіталом та робочою силою, що виходить за межі державних кордонів і з 60-х ХХ ст. набуває форм постійного й неухильного зростаючого міждержавного переплетіння національних економік”<sup>7</sup>.

Даний теоретичний підхід до тлумачення глобалізації фактично зводить її до чергового еволюційного етапу розвитку інтернаціоналізації у світовій економіці. Проте, сама по собі наявність відмінної дефініції вимагає інших підходів до

---

<sup>3</sup> Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — P. 10.

<sup>4</sup> Думная Н. Глобальная экономика — новая среда международного бизнеса // Интернационализация и глобализация на бизнеса. — Свищов. — 1998. — С. 7.

<sup>5</sup> Некипелов А. Обзор: Глобализация как вызов национальным экономикам / Понятие глобализации. — Свободная мысль. — 1999. — №1. — С. 117.

<sup>6</sup> Осадчая И. Глобализация и государство: новое в регулировании экономики развитых стран // МЭиМО. — 2002. — №11. — С. 3.

<sup>7</sup> Глобалізація / Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т.1. — К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. — С. 264-265.

тлумачення явища, аніж зведення його еволюційних форм до відображення з допомогою відмінної категорії. Наприклад, саме тому більшість економістів відкидає еволюційне наступництво глобалізації процесів інтернаціоналізації. Таке наступництво може мати хронологічний характер, тоді як на сутнісному рівні може відрізнитись від явища — хронологічного попередника, навіть якщо впливає з його найбільш завершених та яскраво виражених форм. Наприклад, визнаний фахівець у галузі геоекономіки та глобалістики Е.Кочетов, розглядаючи характер чинників, що формують цілісність світової системи, вводить між інтернаціоналізацією та глобалізацією ще одну проміжну стадію — мондіалізацію. Відповідно, інтернаціоналізація передбачає наявність відносно ізольованих національних господарств, зв'язаних між собою через світовий ринок. Мондіалізація забезпечує цілісність світової економіки на основі інтеграційно-відтворювальних зв'язків, тоді як глобалізація, на його думку, це “не стільки посилення економічних взаємозв'язків та взаємопроникнень, скільки створення економічних відносин, що забезпечують виживання і розвиток в руслі еволюції людини і природи”<sup>8</sup>. Згідно даної термінологічної інверсії те, що попередні економісти називають інтернаціоналізацією, згідно Кочетова є мондіалізацією. Російські економісти С.Моїсеєв та К.Михайленко зводять поставлене питання до більш вузьких верифікаційних рамок економічного аналізу, стверджуючи з цього приводу, що “термін “інтернаціоналізація” в значній мірі відображає ситуацію, коли відбувається збільшення операцій на зовнішніх ринках, в той час як “глобалізація” означає все більшу інтеграцію національних економік, включаючи фінансові ринки, що в підсумку призводить до створення єдиного ринку”<sup>9</sup>. Знаний фахівець МВФ П.Мейссон дає подібне за змістом визначення глобалізації: “Глобалізація — це феномен, економічний вимір якої передбачає зростання транскордонних потоків торгівлі, капіталів і інформації та мобільності індивідуумів”<sup>10</sup>.

Саме примат формування єдності світу в процесі глобалізації, з допомогою чого світове господарство набуває завершених цілісних форм, є методологічною

---

<sup>8</sup> Кочетов Э. Геоекономика . — М.: БЕК, 1999. — С. 18.

<sup>9</sup> Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 123-135.

<sup>10</sup> Masson P. Globalization: Facts and Figures // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/4. — P. 2.



основою альтернативних підходів до тлумачення глобалізації. Вони спирається на більш широке концептуальне бачення процесів глобалізації, які створюють передумови для зближення та гомогенності суспільств, країн, культур, світогляду тощо. Наприклад, колишній голова Чеської Республіки та видатний інтелектуал ХХ ст. В.Гавел визначає глобалізацію як “процес, що зменшує різноманітність”<sup>11</sup>. А відомий американський футуролог та соціолог В.Андерсон розглядає глобалізацію як “потік сил, що забезпечують конвергенцію, які створюють справжній єдиний світ”<sup>12</sup>.

Однак примат конвергенції та зближення за екстраполяції на гносеологічні контури економічного дискурсу розпадається на два аспекти, кожен з яких репрезентований відповідними підходами. Згідно одного з них, глобалізація розглядається в контексті посилення взаємозалежності та взаємопроникнення, дифузії економічних систем та інтеграції на мікро- та макроекономічному рівні. Наприклад, саме під таким кутом зору дається визначення аналізованого феномену фахівцями МВФ: “Глобалізація — це зростаюча економічна взаємозалежність країн всього світу в результаті зростаючого обсягу і різноманіття товарів, послуг і міжнародних потоків капіталу завдяки все більшій дифузії технологій”<sup>13</sup>. На подібних засадах стоїть і відомий український економіст-міжнародник А.Філіпенко, який визначає глобалізацію як “продукт постмодерну, переходу від індустріальної до постіндустріальної стадії економічного розвитку”, звідки виводить ознаки даного процесу, наголошуючи на зростаючій “взаємозалежності економік різних країн, все більшу цілісність і єдність світового господарства...”<sup>14</sup>. Інтеграційно-конвергенційну природу глобалізації відзначає і Нобелівський лауреат у галузі економіки, всесвітньо відомий економіст Дж.Стігліц. Він стверджує, що глобалізація являє собою “все більш тісну інтеграцію країн і народів, породжену гігантським зниженням витрат транспорту і зв’язку та усуненням штучних перепон на шляху

---

<sup>11</sup> Что требует осмысления в процессе глобализации. Резюме выступления президента Чехии Вацлава Гавела, а также результаты обсуждения, состоявшегося на конференции в Университете штата Мичиган // Трансформация. — 2000. — Август-сентябрь. — С. 4.

<sup>12</sup> Anderson W. All Connected Now. Life in the First Global Civilization. — N.Y.: Westview Press, 2001. — P. 1.

<sup>13</sup> World Economic Outlook. — IMF. — Washington DC. — 1997. — P. 45.

<sup>14</sup> Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А..С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 51-52.

руху товарів, послуг, капіталів, знань, і (меншою мірою) людей через національні кордони”<sup>15</sup>.

В межах даного концептуального напрямку, але з деякою відмінністю в наголосах, третій підхід до визначення глобалізації спирається на факт зближення та інтеграції ринків. Наприклад, функціонер світового банку Ш.Юсуф стверджує, що під цим явищем розуміється: “єдина валюта і інтеграція ринків товарів та факторів виробництва, а також підвищення уніфікованості стандартів і споживчих смаків”<sup>16</sup>. Не ігноруючи принципову сутнісну інтегративну та зближуючу роль глобалізації, американець Ч.Гіл також робить наголос на приматі інтеграції ринків у цілісну систему: “... ми називаємо глобалізацією процес зміщення у напрямку створення більш інтегрованої та взаємозалежної світової економіки. Цей процес має дві основні складові: глобалізацію ринків та глобалізацію виробництва. Глобалізацією ринків називається процес об’єднання історично відокремлених і відмінних між собою національних ринків в один великий ринковий простір”<sup>17</sup>. А відомий польський реформатор-економіст Гж.Колодко констатує, що глобалізація полягає у “створенні єдиного світового ринку типу капіталістичного”, або ж — “це процес створення лібералізованого й інтегрованого світового ринку товарів і капіталів, а також формування нового міжнародного інституційного ладу, який служить розвиткові виробництва, торгівлі і фінансових потоків у всесвітньому масштабі”<sup>18</sup>.

Щої двох інтерпретаційних напрямів, в яких наголошується чи то на зростанні (посиленні) взаємозалежності національних економік, чи то на формуванні єдиного ринку внаслідок їх інтеграції та об’єднання, то можна стверджувати: дані процеси відображають окремі аспекти одного явища і не можуть претендувати на роль дефініційної самодостатності. Так, інтеграція ринків, які географічно та історично не поєднані між собою в один економічно-господарський простір, відображає аспект формування цілісних сітьових бізнес-комунікацій, які, природно, не враховують фрагментацію такого простору за приналежністю до

---

<sup>15</sup> Stiglitz J. Globalization and Its Discontents. — N.Y.: W.W. Norton&Co, 2002. — P. 9.

<sup>16</sup> Юсуф Ш. Глобализация и локализация: изменение форм развития // Трансформация. — 1999. — Август. — С. 1.

<sup>17</sup> Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — С. 35.

<sup>18</sup> Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — С. 17, С. 30.

окремої політичної держави. Але саме це і відображає факт того, що внаслідок такої інтеграції зростає взаємозалежність окремих держав та окремих секторів національних економік, оскільки формування їх елементів та складових на мікрорівні відбувається за наскрізним принципом та під впливом наскрізно діючих ринкових алокаційних процесів. Відповідно, саме дані аспекти у своїй сукупності повинні правити за точку відліку верифікації глобалізаційних процесів.

Саме на тому, що глобалізація є принципово відмінним від інтернаціоналізації феноменом, наголошують такі західні економісти як П.Герст та Г. Томсон, стверджуючи, що її слід сприймати як “утворення нової економічної структури, а не лише як кон’юнктурні зміни в бік інтенсифікації міжнародної торгівлі та інвестицій у рамках наявної системи господарчих відносин”<sup>19</sup>. Відповідно, вони розглядають два ідеальних типи (моделі) міжнародної економіки: власне міжнародна економіка та глобалізована економіка. Тип міжнародної економіки відображає те, що світове господарство складається з окремих національних економік, які системно поєднані через різні форми міжнародних економічних відносин відповідно до дії чинників спеціалізації та поділу праці. Причому, конкретна форма міжнародних економічних відносин, що є системовизначальною на певному етапі розвитку (наприклад, міжнародна торгівля), може поступитись іншій (відповідно, прями іноземні інвестиції), внаслідок еволюції системи та посилення інтеграції між її окремими національними складовими. Проте визначальною рисою такого типу є фактор взаємодії національних економік чи національних держав, і саме від характеру взаємодії та політико-стратегічного вибору на користь неї залежить характер розвитку такої системи в цілому та ступінь вірогідності такого розвитку загалом. Що стосується ідеального типу “глобалізована економіка”, то він характеризується появою повної автономії міжнародної економіки, яка більше не субординується економічними процесами, що відбуваються на національному рівні, а також повним занепадом регулюючої ролі держави та зверхності її політики щодо алокаційних процесів у такій системі. Самі ж алокаційні процеси у такому типі функціонують

---

<sup>19</sup> Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 6.

повністю за власними законами та не знаходять опору з боку будь-яких форм національно-державного прояву політико-економічної активності<sup>20</sup>.

Стосовно економічних форм та напрямів глобалізації світової економіки, то існує широкий консенсус щодо їх переліку та показників їх відображення. По-перше, — це показники інтернаціоналізації (зростання міжнародної торгівлі, прямих іноземних інвестицій (ПІІ), транскордонних операцій з капіталом, обороту на валютних ринках тощо), які відображають втягнення національної економічної активності у загальносвітові економічні процеси. По-друге, — це показники відкритості та інтеграції ринків (частка міжнародної торгівлі у ВВП, співвідношення поточного рахунку платіжного балансу до ВВП, різниця в цінах на виробничі та фінансові активи, заробітну плату в розрізі окремих країн чи сегментів міжнародної економіки). По-третє, — це тенденція до гомогенності інституціонально-організаційних форм економічної активності, зокрема держави. По-четверте, — це тенденція до регіоналізації, яка відображає збереження переваг щільної інтеграції ринків в рамках окремих географічних чи політичних сегментів світової економіки<sup>21</sup>. (З іншого боку, процеси регіоналізації можна сприймати як виклик процесам глобалізації, оскільки вони *a priori* створюють передумови для фрагментації єдиного гео економічного простору за ознаками щільності інтеграції або факторної мобільності.) Відповідно, кожен з зазначених показників відображення глобалізаційних процесів кореспондуватиме з типами глобалізації. Наприклад, український дослідник О.Бакаєв виділяє чотири таких типи: перший тип — відсутність глобалізації; другий — глобалізація переважно реального сектора; третій — глобалізація фінансового сектора; четвертий — повна глобалізація<sup>22</sup>. Можна зробити висновки, що другий та третій тип глобалізації скоріше виступають наслідками асиметричності інтеграційних процесів у різних сферах світової економіки, зокрема, внаслідок відповідної політики, тоді як тільки четвертий тип

<sup>20</sup> Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 6-13.

<sup>21</sup> Див., наприклад: Долгов С.І. Глобалізація економіки: нове слово или нове явлення? — М.: Экономика, 1998. — С. 27-31.; Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А..С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 56-66.; Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 17-52.; Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // www.nber.org.

<sup>22</sup> Бакаєв О. Глобалізація фінансових ринків // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 196.

буде відображати завершеність процесу утворення цілісної системи світового господарства, оскільки не можливо говорити про неї, спираючись тільки на те, що окремі елементи такої системи є більш щільно інтегровані, ніж інші, зокрема, з огляду на функціональну та структурну взаємопов'язаність глобалізації реального та фінансового секторів. Актуальність цього, підтверджується дослідженням американських економістів П.Роуссі та Р.Сайлла, які доводять, що впродовж періодів зближення національних економік у світовому масштабі, саме факт щільного зв'язку між розвитком фінансових ринків та реальним сектором відіграв принципову роль у економічному поступі практично усіх розвинутих націй. Зокрема, фактор розвитку фінансових ринків та їх міжнародної інтеграції був відправним пунктом такого поступу<sup>23</sup>.

Виходячи з проаналізованих гносеологічних підойм інтерпретації глобалізації та з метою системного відображення її змісту необхідно з'ясувати таких два ключових моменти. Перший — історичний континуум глобалізаційних процесів; другий — їх чинники та детермінанти. Принциповість даних моментів пов'язана з тим, на скільки ті чи інші часові рамки глобалізації співвідносяться з тенденціями та закономірностями розвитку та функціонування центральних банків у відповідних історичних межах, а також з тим, яка роль центральних банків у визначенні структури таких чинників та детермінант.

Щодо першого моменту, то сучасна економічна література не має єдиного погляду на часові рамки глобалізаційних процесів. Зокрема, це пов'язано з відкритим питанням про те, по-перше, чи глобалізація є перманентним вибором цивілізованих суспільств в їх історичних межах, отже відображає процес актуалізації набору фундаментальних елементів розвитку на основі міжнародних зв'язків, що сутнісно визначаються ринковим мотиваційним підґрунтям, внаслідок чого фактори глобальної (міжнародної) інтеграції мають історичні форми прояву, але не мають історичних меж самовідтворення, тобто є надісторичною реальністю? По-друге, чи глобалізація є історично обмеженим феноменом, актуалізація якого

---

<sup>23</sup> Rousseau P., Sylla R. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization NBER Working Paper. — 2001. — №8323 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

пов'язана зі збігом кон'юнктурних обставин, що визначаються приматом ринкових мотивацій та економіко-цивілізаційним тріумфом окцеденталізму? Зазначимо, — у дослідженні проблеми глобалізації українським авторським колективом під керівництвом академіка О.Білоруса прямо зазначається, що існує певна об'єктивна тенденція формування фундаменту світового розвитку на основі глобалізації та інтеграції: “Глобалізація світового розвитку не є чимось таким, що впало на голову людства зненацька. Історично світ глобалізується і інтегрується впродовж всього періоду його розвитку”<sup>24</sup>.

Наприклад, згадуваний Гж.Колодко прямо вказує на те, що у загальноцивілізаційному контексті виникнення глобалізації не є безпрецедентним. Він стверджує, що її корені слід шукати у торгівельно-економічних інтеграційних процесах, що мали місце у Середземномор'ї кілька тисяч років тому. Наступні фази розвитку глобалізації припали на утворення стійких зв'язків між країнами Заходу та Сходу у XIII-XIV ст. та відкриття Америки. Проте справжня епоха глобалізації пов'язана з колоніалізмом, а остаточний перелом на користь її панування припав на останню чверть XIX ст.<sup>25</sup>.

Дещо по іншому підходять до даної проблеми функціонери Національного бюро економічних досліджень США К.О'Рурк та Дж.Вілльямсон. Вони розглядають декілька історичних підходів до розвитку процесів глобалізації, зокрема, тих, що пов'язані з фактом виникнення нових, географічно диверсифікованіших, торгівельних зв'язків та їх інтенсифікацією (наприклад, відкриття Хр.Колумба та Васко да Гама). Проте, як стверджують дані економісти, за вихідну ланку аналізу необхідно брати ті прояви економічної активності, які можна емпірично верифікувати. Якщо глобалізація є утворенням єдиного ринку, то методологічний та методичний ракурс аналізу мають визначати саме ті елементи, які дадуть змогу відповісти на питання: чи була світова економіка у відповідний період дійсно глобалізована (єдина) чи ні. Так, О'Рурк та Вілльямсон стверджують, що справжня глобалізація розпочалась не з епохою Великих географічних відкриттів, а у XIX ст.,

<sup>24</sup> Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 13.

<sup>25</sup> Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — С. 37-41.

оскільки саме на той час припала інтеграція національних економік та географічно відокремлених ринків, яка синхронізувала динаміку вартості виробничих факторів, земельних володінь та цін на товари. Тобто, наскрізна та інтегративна дія закону єдиної ціни стала актуальна саме у XIX ст.<sup>26</sup>. Р.Фіндлей та згадуваний К. О'Рурк, проаналізувавши процеси інтеграції на товарних ринках за період з 1500 р. по 2000 р., прийшли до висновку: з часу епохи Великих географічних відкриттів дійсно створились передумови для розвитку інтеграції товарних ринків на різних континентах, проте тільки у XIX на початку XX ст. сформувались передумови для відносно повної інтеграції товарних ринків, яка час від часу переривалась зовнішніми шоками та політикою урядів. Окрім цього, існує певна трендова тенденція інтеграції товарних ринків у XX ст., проте вона не є такою яскраво вираженою як наприкінці позаминулого століття<sup>27</sup>. Подібні висновки цілком узгоджуються з таким доктринальним напрямком глобалістики як школа світ-системного аналізу. Так, капіталістична світ-система розвивається з 1500 р. і, за визначенням, що міститься у цитованому дослідженні під керівництвом О.Білоруса, є “першою історичною формою глобалізації, яка безупинно розвивається у взаємодії ядра (“золотий мільярд”), напівпериферії і периферії світу”<sup>28</sup>.

Відповідно, враховуючи консенсус щодо форм та напрямів глобалізації, а також ствердження про її теперішню не безпрецедентність в економічній літературі формується тенденція сприймати подібні за характером та зовнішнім проявом явища у світовій економіці як відображення глобальних інтеграційних процесів, що актуалізуються з певною циклічністю, викликаною не стільки природнім економічним процесом, скільки відповіддю державної політики на ті чи інші шоки та потрясіння, які багато в чому мають позаекономічну природу. Наприклад, російський економіст Л.Синцеров стверджує, що формування світової економіки та процес її інтеграції цілком кореспондує з довгими циклами економічного зростання та розвитку продуктивних сил і цивілізації. Відповідно, інтегративна роль світової

---

<sup>26</sup> O'Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? // NBER Working Paper. — 2000. — №7632 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>27</sup> Findlay R., O'Rourke K. Commodity Market Integration, 1500-2000 // NBER Working Paper. — 2001. — №8579 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>28</sup> Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 12.

економіки також актуалізується з певною циклічністю, внаслідок чого формуються “довгі хвилі глобальної інтеграції”, утвердження якої і є насправді відображенням конкретних проявів глобалізаційних процесів. Він виділяє два великих глобальних інтеграційних цикли: перший, який тривав з 1846 р. по 1914 р. і пов’язаний з феноменом *PAX BRITANNICA*; другий, — що розпочався з 1946 р.<sup>29</sup>. Американські економісти Р.Болдвін та Ф.Мартін також обстоюють тезу про хвилеподібний розвиток глобалізаційних процесів. Перша хвиля глобалізації припала на кінець ХІХ ст., тоді як друга — на другу чверть ХХ ст.<sup>30</sup>.

Наприклад, зростання міжнародної торгівлі продовж 1870-1913 рр. складало приблизно 3,4% в середньому за рік, а зростання ВВП — 2,1% за рік. Впродовж 1913-1950 рр. середньорічне зростання обсягів міжнародної торгівлі склало близько 1%, а ВВП — 3%. З 1950 р. по 1973 р. дані показники склали, відповідно, 9% та 4,6%, а вже після 1973 р. і практично по даний час — 3,4% та 3,2% в середньому за рік<sup>31</sup>. Це означає, що за динамікою міжнародної торгівлі сучасний етап глобалізації не відрізняється від попереднього. Це саме стосується співвідношення між обсягом ПІІ і показниками зовнішньої торгівлі. Так, у теперішніх дол. США на 1914 р. обсяг ПІІ з Великої Британії склав 8172 млн., а обсяг експорту — 1928 млн., відповідно з США — 2652 млн. та 896 млн., Німеччини — 2600 та 1824, Франції — 1750 та 813. Окрім цього, якщо у 1900-1913 рр. світове виробництво зросло на 40%, фізичні обсяги світової торгівлі — на 62%, а зовнішні інвестиції практично подвоїлись<sup>32</sup>, то у 1990-х рр. світовий ВВП виріс приблизно в 1,2 рази, обсяги світової торгівлі, відповідно, в 1,7 рази<sup>33</sup>, а ПІІ на рівні потоків — в 2,4 рази, крім цього, ПІІ як частка світового ВВП — в 3,6 рази<sup>34</sup>.

---

<sup>29</sup> Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 56-64.

<sup>30</sup> Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // [www.nber.org](http://www.nber.org). Відзначимо, що згадувані Герст та Томсон, які висловлюють сумнів щодо процесу глобалізації як такого, обстоюють тезу, що за рівнем інтеграції світова економіка ХІХ ст. ні чим не поступалася теперішньому етапу її розвитку, а в окремих випадках щільність інтеграції під час першої хвилі глобалізації була вища.

<sup>31</sup> Герст П., Томпсон Г. Зазнач. праця. — С. 19., Філіпенко А. Зазнач. праця. — С. 41.

<sup>32</sup> Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 57.

<sup>33</sup> Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — С. 40.

<sup>34</sup> Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 52.



Що стосується показників відкритості економіки, то табл. 1.1. відображає інтернаціоналізацію торгівлі, а табл. 1.2. відображає мобільність капіталів у світовій економіці.

Таблиця 1.1.

**Відношення зовнішньої торгівлі до ВВП**

	1913	1950	1973	1995	2000
Франція	35,4	21,2	29,0	36,6	46,6
Німеччина	35,1	20,1	35,2	38,7	56,3
Японія	31,4	16,9	18,3	14,1	17,7
Нідерланди	103,6	70,2	80,1	83,4	112,5
Велика Британія	44,7	36,0	39,3	42,6	43,9
США	11,2	7,0	10,5	19,0	20,7
Середньосвітова зовнішньоторгова квота	13	16	28	-	37

Джерело: Герст П., Томсон Г. Знач. праця. — С. 24.; Синцеров Л. Знач. праця. — С. 57.; Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. — от упадка к глобализации // МЭМО. — 2001. — №8. — С. 19.; Integration with the global economy // World development indicators. — 2002. — World Bank, Wash. — P. 332-334.

Таблиця 1.2.

**Поточний рахунок платіжного балансу як % ВВП з 1870 р.**

	Велика Британія	США	Аргентина	Австралія	Канада	Франція	Німеччина	Італія	Японія
1870-1889	4,6	0,7	18,7	8,2	7,0	2,4	1,7	1,2	0,6
1890-1913	4,6	1,0	6,2	4,1	7,0	1,3	1,5	1,8	2,4
1919-1926	2,7	1,7	4,9	4,2	2,5	2,8	2,4	4,2	2,1
1927-1931	1,9	0,7	3,7	5,9	2,7	1,4	2,0	1,5	0,6
1932-1939	1,1	0,4	1,6	1,7	2,6	1,0	0,6	0,7	1,0
1947-1959	1,2	0,6	2,3	3,4	2,3	1,5	2,0	1,4	1,3
1960-1973	0,8	0,5	1,0	2,3	1,2	0,6	1,0	2,1	1,0
1974-1989	1,5	1,4	1,9	3,6	1,7	0,8	2,1	1,3	1,8
1989-1996	2,6	1,2	2,0	4,5	4,0	0,7	2,7	1,6	2,1

Джерело: Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

Аналіз табл. 1.1. та 1.2. дозволяє стверджувати, що за рівнем відкритості міжнародним торговим потокам світова економіка на сучасному етапі дещо просунулась далі порівняно з першою хвилею глобалізації. Про це говорять співмірні співвідношення зовнішньої торгівлі до ВВП на початку та наприкінці ХХ

ст. та дещо вищий рівень даного показника на 2000 р. Що стосується показників відкритості потокам капіталу, то, незважаючи на безпрецедентне зростання їх абсолютних показників, співвідношення поточних рахунків до ВВП у провідних країнах світу на початку ХХ ст. було вищим, ніж наприкінці. Таке явище також підтверджується даними щодо середнього співвідношення поточних рахунків до ВВП для 12 провідних країн світу. Так, якщо з 1870 по 1929 рр. даний показник коливався в діапазоні 2,6-5,9%, то вже за період з 1930 по 1974 рр., відповідно, у діапазоні 1,5-1,6% і з 1973 р. по даний час поступово наблизився до 3%. Звідси випливає те, що за першої хвилі глобалізації рівень інтернаціоналізації та відкритості національних економік був вищий порівняно з теперішньою хвилею. Це саме стосується і показників інтеграції фінансових ринків, які на даний час виступили авангардом процесу глобалізації. Що стосується теоретичного підходу до її виміру, то ще у 1980 р. американці М.Філдстайн та К.Хоріока аргументували: кореляція між рівнем національних заощаджень та інвестицій є тим більшою, чим меншою мірою інтегровані фінансові ринки у світовому масштабі, інакше можливості прикладання капіталів би розосереджувались по всьому світу і не були би пов'язані з динамікою національної норми заощаджень у ВВП. Результати їх досліджень доводять існування високої щільності зв'язку між національними заощадженнями та інвестиціями за період з 1960 р. по 1980 р.<sup>35</sup> Застосування даного підходу для більш тривалих часових періодів дозволяє стверджувати, що фінансові ринки були більш інтегровані у першу хвилю глобалізації. Наприклад, показник  $R^2$  для щільності зв'язку між національними заощадженнями та інвестиціями за період 1900-1913 рр. склав 0,26, за період 1926-1938 рр., відповідно, 0,94, 1960-1974 — 0,91, 1974-1980 — 0,56, 1981-1990 — 0,64, 1991-1995 — 0,75<sup>36</sup>.

Альтернативні підходи до виявлення інтеграції фінансових ринків у міжнародному масштабі, наприклад ті, що за показник верифікації обирають

---

<sup>35</sup> Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows // Economic Journal. — 1980. — vol. 90. — P. 314-329.

<sup>36</sup> Герст П., Томпсон Г. Знач. праця. — С. 33. Дослідження відомого американського економіста А.Тейлора відображає дещо інші результати для значення  $R^2$ . Наприклад, для 1870-1879 рр. воно становило 0,6 для 1880-1889 — 0,39, 1890-1899 — 0,59, 1900-1919 — 0,7, 1920-1929 — 0,44, а з 1939 по даний час коливається на рівні 0,75-0,97. Однак висновок залишається той самий: інтеграція фінансових ринків у першу хвилю глобалізації була вища. Див.: Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

процентні ставки та характер потоків капіталу, відображають аналогічну ситуацію. В основу таких підходів покладене виявлення характеру поведінки міжнародних інвесторів, адже саме вона визначає, наскільки міжнародні фінансові ринки утворюють цілісну систему. Так, всесвітньо відомі фахівці у цій сфері М.Обстфельд та А.Тейлор виявили, що дисперсія процентних ставок з 1870 р. була відносно низькою саме за першої та другої хвилі глобалізації, що говорить на користь щільної інтеграції фінансових ринків у ці періоди, а зниження цього показника тепер може відображати технологічний аспект організації фінансових потоків<sup>37</sup>. Спираючись на концепт переваг та детермінант ефективної міжнародної диверсифікації, фахівці Йельського університету В.Гоетцманн, Л.Лі та К.Роувенхорст констатують, що міжнародна диверсифікація продовжує залишатись ефективною, однак, рівень кореляції національних ринків титулів власності варіювався за останні 150 р. Так, середня кореляція ринків акцій провідних країн за 1872-2000 рр. склала 0,199, за 1972-1913 і 1972-2000 — 0,381, а за 1914-1972 рр. — 0,146<sup>38</sup>. Ці дані демонструють, що рівні кореляції між ринками акцій провідних країн істотно вище впродовж першої та другої хвилі глобалізації порівняно з періодом 1914-1971 рр. Зазначене свідчить про те, що рівень інтеграції ринків у періоди впродовж 1872-1914 та 1972-2000 рр. був істотно вище, порівняно з періодом 1914-1971 рр. Відповідно, потенційні вигоди від диверсифікації були вище в останньому періоді, але тільки за рахунок того, що фінансові ринки не були інтегровані, отже, не являли абсолютно цілісної системи. Подібні за змістом висновки впливають з характеру протікання фінансових криз та поширення фінансової “інфекції” (*contagion*) через кордони<sup>39</sup>.

Проте більшість досліджень виділяє глибокі відмінності між двома хвилями глобалізації. Наприклад, Ю.Шишков вважає, що аналіз на основі окремих з вище перелічених показників, які, по-суті, є фундаментальними параметрами

---

<sup>37</sup> Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run // NBER Working Paper. — 1997. — №5960. // [www.nber.org](http://www.nber.org)

<sup>38</sup> Goetzmann W., Li L., Rouwenhorst K. Long-Term Global Market Correlations // The Bank of Nederland Conference Papers // [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

<sup>39</sup> Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // [www.nber.org](http://www.nber.org). Якщо у теперішню глобалізаційну хвилю відбулося декілька глибоких потрясінь, які сприймають як наслідок глобалізації фінансових ринків (криза Європейської валютної системи 1992-1993 рр., Мексика 1994 р., Азійська криза 1997-1998 рр.), то з 1870 р. по 1914 р. відбулося 22 кризи, що охопили майже всі провідні країни та їх фінансово-банківські установи.

інтернаціоналізації та інтеграції на початку та наприкінці ХХ ст., не підтверджує факту глобалізації, оскільки такі події у світовій економіці насправді являли собою не більше ніж збіг обставин, і не являли “самовідтворювальної системи”<sup>40</sup>. Г.Скоров вказує на те, що: міжнародні економічні відносини на початку ХХ ст. мали міждержавний характер, тоді як діяльність ТНК на сучасному етапі нівелює фактор кордонів при здійсненні бізнесу; незважаючи на співмірні співвідношення обсягів міжнародної торгівлі до ВВП її інтенсивність та диверсифікація є вищими на даному етапі розвитку; перелив капіталу між кордонами також є більш інтенсивним<sup>41</sup>. С.Долгов відзначає, що основними відмінностями між світовою економікою початку і кінця ХХ ст. є: відмінний характер міжнародної торгівлі (зараз вона в основному припадає на розвинуті країни); теперішня інтернаціоналізація базується не на обміні, а на виробництві та збуті; на початку ХХ ст. в міжнародні операції була втягнута менша частина світу, ніж зараз; на теперішньому етапі принциповим є питання не стільки здешевлення послуг транспорту, скільки зв’язку; на сучасному етапі фінансовий сектор економіки має безпрецедентні масштаби розвитку<sup>42</sup>. Провідну роль ТНК та ПІ при формуванні сутнісного обличчя сучасної міжнародної економіки відзначає Ф.Губайдулліна<sup>43</sup>.

Згадані економісти заперечують релевантність припущень про те, що глобалізація економіки мала історичні прецеденти, нехтуючи очевидним фактом того, що рівень інтеграції, наприклад фінансових ринків, на початку ХХ ст. був вищий, ніж зараз. Фактично, це означає, що вони орієнтуються або на обмежений набір кількісних змін, або ж несистемне застосування якісного аналізу для виявлення тотожностей між інтегрованими станами світового господарства на початку та наприкінці ХХ ст., отже їхній підхід не може не розглядатись як упереджений та такий, який не можна застосовувати для кінцевих інтерпретацій.

Альтернативну точку зору з даного питання репрезентують згадувані Болдвін та Мартін, які доводять, що незважаючи на те, що дві хвилі глобалізації мали суттєві

---

<sup>40</sup> Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. — от упадка к глобализации // МЭиМО. — 2001. — №8. — С. 14.

<sup>41</sup> Скоров Г. Капитализму XXI века предстоит решать труднейшие задачи // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 5-6.

<sup>42</sup> Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? — М.: Экономика, 1998. — С. 9-10, С. 37-39.

<sup>43</sup> Губайдулліна Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 42-47.

подібності, вони мають і фундаментальні відмінності. Їхні аргументи щодо відмінностей між першою та другою хвилею глобалізації сформовано у три групи. Перша група відображає відмінності, виявлені з допомогою аналізу економічних явищ. По-перше, є відмінною природа потоків капіталу. Якщо у першу хвилю потоки капіталу визначались довгостроковими прямими інвестиціями, то тепер — короткостроковими портфельними інвестиціями, що спираються на технологічні інновації та коливання валютних курсів. По-друге, відмінною є природа ПІІ та діяльності ТНК. У першу хвилю ПІІ здійснювались за напрямком Північ-Південь та відображали вкладення у промислові сектори, видобувні галузі та будівництво залізниць, тоді як у другу — між обмеженою кількістю подібних за розвитком країн відповідно до поглиблення спеціалізації. По-третє, відмінною є природа міжнародної торгівлі: інтрасекторна між розвинутими країнами сьогодні та міжсекторна, що відображає технологічні розриви та різну факторозабезпеченість, у першу хвилю. По-четверте, відмінними є процеси конвергенції/дивергенції в розподілі доходів. Під час першої хвилі спостерігалась конвергенція доходів у країнах, що індустріалізувались та дивергенція там, де відбувався зворотній процес. Під час другої хвилі спостерігається конвергенція в розподілі доходів в заможних націях, де відбувається процес деіндустріалізації (коректніше сказати постіндустріалізації. — В.К.). По-п'яте, різна швидкість, з якою падали транспортні витрати. Друга група відображає вихідні відмінності політичних систем, що створюють передумови для тих чи інших можливостей економічного зростання відповідно до вибору тої чи іншої базової теоретичної концепції. Тобто глобалізація у першу хвилю спиралась на колоніальну систему, тоді як у другу хвилю — на демократичну організацію публічної влади зі всіма проблемами, що звідси впливають для формування чітких пріоритетів розвитку. Третя група — відмінності у характері організації міжнародної економіки як системи. Зокрема, це стосується як відсутності/наявності наднаціональних економічних організацій, так і побудови національних макроекономічних систем за принципом автоматичності/дискреційності щодо їх зв'язків з міжнародною економікою (тобто

характеру трансмісії її функціонування на національний рівень)<sup>44</sup>. Дані результати є більш системними та відображають ширшу палітру елементів диференціації між глобалізаційними хвилями, що дозволяє коректніше інтерпретувати її детермінуючі фактори та сутнісні ознаки.

Щодо другого моменту (чинники та детермінанти глобалізації), тут також існують, з одного боку, консенсус щодо рушійних сил глобалізації, з іншого, — відмінності та відносна безсистемність в трактуванні її безпосередніх та опосередкованих детермінуючих факторів. Окрім цього, тільки окремі дослідження виявляють спільні детермінуючі чинники щодо обох хвиль глобалізації. Так, згадуваний Синцеров вважає, що перша хвиля глобалізації була спричинена утвердженням індустріального способу виробництва внаслідок промислового перевороту, в першу чергу у Великій Британії, внаслідок чого з'явилась необхідність перегляду зовнішньоторговельної політики на користь скасування протекціонізму, а транспортні витрати зазнали зниження. Друга хвиля глобальної інтеграції була викликана другою технологічною революцією та подальшим послабленням протекціонізму, що посилило роль секторно-галузевого чинника (споживання енергоносіїв та подальший поділ праці) у появі системної цілісності світового господарства<sup>45</sup>. П.Мейссон також констатує важливість технологічного фактору в детермінації обох хвиль глобалізації. Якщо перша хвиля пов'язана з такими інноваціями як винахід двигуна внутрішнього згорання, побудова океанічних лайнерів, винахід телефону та телеграфу, то друга, — розвитком телекомунікацій, комп'ютерних мереж та Інтернету<sup>46</sup>.

Зниження тарифів можна розглядати як потужний фактор інтернаціоналізації, що спонукає до утворення глобальної єдності світу в обох її історичних прецедентах. Що стосується проблеми лібералізації руху капіталів, то під час першої глобалізаційної хвилі вона фактично не стояла, а щодо другої, то вона відбулась на початку 1980-х рр. і з різною інтенсивністю та за різними напрямками охопила більшість країн світу. Наприклад, щодо лібералізації ПІІ, то впродовж 1990-

---

<sup>44</sup> Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

х рр. майже 100 країн внесли близько 600 поправок до національного законодавства, які були покликані істотно спростити рух довгострокового капіталу з-за кордону.

Німецький економіст П.Хампе наголошує на тому, що перша та друга хвиля глобалізації зумовлювалась достатньо відмінним набором факторів. Проте, серед них можна виявити суттєві подібності, які відображають спільні есенціальні корені даних процесів. Він констатує, що перша хвиля глобалізації зумовлювалась такими чотирма рушійними силами: класичний лібералізм; індустріальна революція, що позначилась на появі нових технологій та нової продукції; розвиток величезних територій з природними запасами; розвиток транспорту, що забезпечив зниження витрат на перевезення, і детермінував економічні передумови для ефективної інтеграції ринків. Щодо сучасної хвилі глобалізації, то він виділяє також чотири її передумови: процес тривалої регіональної та глобальної інтеграції; зростаюча кількість учасників міжнародного поділу праці (падіння “залізної завіси”); нові технології (телекомунікації та нова економіка); зменшення цін залежно від відстані. Стосовно другої глобалізаційної хвилі він констатує, що перші два фактори актуалізуються внаслідок політичних рішень, третій фактор є суто технологічним, а четвертий — економічним наслідком розвитку технологій<sup>47</sup>. Неважко помітити, що підхід Хампе також відображає подібності в передумовах обох хвиль глобалізації, як і Синцеров, але перший більше уваги приділяє політичним мотивам глобалізаційного процесу, в розумінні того, що він індукується з допомогою відповідної політики.

---

<sup>45</sup> Синцеров Л. Зазнач. праця. — С. 56, 60.

<sup>46</sup> Masson P. Globalization: Facts and Figures // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/4. — P. 4.

<sup>47</sup> Хампе П. Економічна глобалізація: історичний досвід і рушійні сили // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 204-212.

Ч.Гіл констатує, що існує два чинники глобалізації: перший — це ліквідація бар'єрів, що стоять на шляху вільного пересування товарів та капіталів через кордони; другий — технологічні зрушення, що призвели до появи нових телекомунікаційних систем, підвищили роль інформації та її обробки в прийнятті бізнес-рішень та позначились на здешевленні транспортних перевезень<sup>48</sup>.

Стосовно останнього, то можна навести такі дані. Так, частка витрат на океанічне транспортування пшениці у загальних виробничих витратах у 1830 р. склала 79%, у 1850 р. — 76%, у 1880 — 41%, а у 1910 — 27,5%. Якщо вартість океанічного фрахту 1920 р. прийняти за 100, то у 1930 р. вона склала 65, у 1950 — 38, у 1980 — 25, у 1990 — 30. Середні надходження авіатранспорту в розрахунку на пасажиро-милю в доларах 1990-го р. у 1930 р. склала 0,68, у 1950 — 0,30, у 1970 — 0,16, у 1990 — 0,11. Вартість трьох хвилин розмови Лондон-Нью-Йорк в доларах 2000-го р. у 1960 р. склала 60,42, у 1980 — 6,32, у 2000 — 0,40. А якщо вартість комп'ютерів та периферійного обладнання в доларах 2000-го р. прийняти за 1000, то на 1980 р. вона складе 27938, а на 1960 — 1869004<sup>49</sup>.

На факторі лібералізації, як ефективною передумови розвитку процесів глобалізації наголошує Долгов, який зазначає, що “глобалізація економічної діяльності настійливо потребує її лібералізації, тобто скорочення або ліквідації обмежень на шляхах міжнародної торгівлі, іноземних інвестицій, міжнародних фінансових операцій”<sup>50</sup>. Щодо рушійних сил глобалізації, то практично більшість досліджень відзначає принципову роль діяльності ТНК та зростання масштабів ПІІ в світі. Наприклад, у доповіді ООН з даного приводу зазначається, що “прямі іноземні інвестиції транснаціональних корпорацій відіграють зараз важливу роль у з'єднанні багатьох національних економік і створенні інтегрованої інтернаціональної виробничої системи — виробничого ядра світової економіки, що глобалізується”<sup>51</sup>. Відомий японський апологет глобалізації К.Оме також прямо вказує, що системна цілісність сучасного економічного світу забезпечується діяльністю “бездержавних

<sup>48</sup> Гіл Ч. Зазнач. праця. — С. 39.

<sup>49</sup> Masson P. Globalization: Facts and Figures // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/4. — P. 5-6.

<sup>50</sup> Долгов С. Зазнач. праця. — С. 19.

<sup>51</sup> World Investment Report 1995. — N.Y.: United Nations Organization, 1995. //www.un.org.



корпорацій”<sup>52</sup>, бізнес-космополітизм яких уможливило виробництво, збут та споживання продукції безвідносно до національних кордонів. Зокрема, ствердження французького економіста Р.Сандретто, який досліджує трансформацію міжнародної торгівлі під впливом ТНК про те, що “світогосподарські зв’язки більше не є міжнародними. ... вони стали транснаціональними” можна вважати тим гносеологічним вектором, який відображає формування цілісності світу та інтеграції ринків саме під впливом транснаціонального бізнесу<sup>53</sup>. Згадувані Ен та Реснік стверджують, що приватизаційні процеси, що набули особливого динамізму у 1990-х рр., суттєво вплинули на прискорення глобалізаційних процесів (адже можливості прикладання капіталу з боку ТНК суттєво зросли. — В.К.), проте основною передумовою їх виникнення була лібералізація фінансових ринків<sup>54</sup>.

Проте, дані позиції скоріше відображають фрагментарність кореспонденції між сутнісними ознаками глобалізації та її передумовами і детермінантами. По-перше, фактор технологічних змін є свідченням на користь появи принципової мікроекономічної можливості здійснювати економічну діяльність з початку на інтернаціональній, згодом на глобальній орбіті світового господарства. Це стосується як трансформації технологічних укладів виробництва, що передували конкретному історичному прояву обох хвиль глобалізації, так і здешевлення транспортних витрат та зв’язку, зокрема появи телекомунікаційних систем та Інтернету. В обох випадках технологічний фактор формує тільки мікроекономічні, виробничо-відтворювальні передумови розвитку глобалізації. По-друге, невідповідність між мікроекономічними можливостями пропонувати та існуючим попитом на мікро- та макрорівні створює передумови для необхідності інтернаціоналізації, розширення масштабів якої спонукає до створення відповідних передумов для її підтримання та утвердження. По-третє, факт усвідомлення цього штовхає до пошуку адекватної гносеологічної концепції та до дій, спрямованих на усунення бар’єрів для переміщення виробничих факторів. У такий спосіб виникає потреба у лібералізації міжнародної економічної діяльності. Відповідно,

<sup>52</sup> Ohmae K. The rise of the region state // Foreign Affairs. — 1993. — Spring. — P. 78-87.

<sup>53</sup> Сандретто Р. Глобалізація та національний суверенітет. Захист нетрадиційних поглядів // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 214- 225.

<sup>54</sup> Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — P. 13.

лібералізація створює передумови для уможливлення реалізації нагромадженого потенціалу для експансії закордон, що має місце на мікроекономічному рівні національних господарств, внаслідок чого створюються реальні передумови для переплетіння останніх відповідно до мікроекономічних стимулів, що сприймаються їх окремими бізнес-єдиницями. Отже, проблема визначення передумов та детермінант процесу глобалізації підводить до з'ясування характерних макроекономічних рамок умов, за яких вони можуть розвинути та призвести до якісних змін у міжнародній економіці.

Якщо прийняти нагромадження потенціалу для зовнішньоекономічної експансії як належне, то виявиться, що лібералізації самої по собі буде не достатньо для формування системної єдності глобальної економіки. Це, з одного боку, тому, що вона створює передумови для інтенсифікації розвитку здебільшого окремих форм міжнародних економічних відносин, в першу чергу, тих, які найбільшою мірою чутливі до таких стимулів з огляду на свою обмежену просторову та часову еластичність (торгівля, довгострокові прямі інвестиції) та тих, які в силу своєї природи чутливі до таких рестрикцій (перелив короткострокових капіталів та операції на валютних ринках). А, з іншого боку тому, що лібералізація є проявом одного з імплементаційних аспектів актуалізованого вибору на користь системної інтеграції макроекономічного конструкту та мікроекономічного плацдарму, на якому він будується, національної економіки у загальний каркас міжнародної макроекономіки. Тобто лібералізація повинна розглядатись як засіб вивільнення мікроекономічної активності з національних обмежень та утворення макроекономічних стимулів такої активності, які були би альтернативними щодо їх суто національних чинників.

Звідси випливає ряд принципових концептуальних моментів, що визначають глобалізаційні консеквенції вибору центральних банків.

По-перше, існує фундаментальна інтенція на користь посилення інтернаціоналізаційної складової економічного розвитку цивілізації, яка виступає в ролі генералізуючої вісі, яка визначає характер імплементаційних рішень, які уможливають загальний напрям мікроекономічної експансії — за межі

національних кордонів. Відповідно, глобалізація сама по собі є продуктом свідомих дій, спрямованих на створення рамкових умов виведення реалізації на зовнішніх ринках нагромадженого мікроекономічного потенціалу з площини можливості, а, отже, є наслідком адекватної стратегічної поведінки бізнес-одиниць створеним стимулам для зовнішньої експансії. Однак, без таких стимулів поява та розвиток глобалізації неможлива. При цьому, враховуючи різні рівні розвитку окремих країн — учасниць світового господарства, саме від політики найбільш провідних з них залежить формування на практиці конкретного ідеального типу міжнародної економіки.

По-друге, політичні дії щодо реалізації вибору на користь глобалізації не можуть актуалізовуватись безсуб'єктно поза політичними рамками національних держав та інституціональними рамками їх органів, а також у відриві від рівноваги на політичних ринках. Збереження примату держави в забезпеченні процесів глобалізації спирається на логіку політичного втілення економічної доктрини. Звідси впливає факт значущості органів, через політику яких безпосередньо втілюється глобалізаційний вибір, оскільки такі органи є суб'єктами влади на національному рівні та формують інституціональний, отже суб'єктний, каркас здійснюваної політики.

По-третє, свідомі дії політичної влади щодо забезпечення розвитку глобалізаційних процесів (власне, це стосується і зворотної ситуації) в чистому вигляді спираються на концептуальне бачення або загальних рушійних сил господарства в принципі (ринковий механізм, що забезпечує автоматичну алокацію ресурсів відповідно до дії законів рівноваги, відтворюваної конкуренцією та ціновими сигналами; ринковий механізм з тим чи іншим рівнем державного втручання в алокаційні процеси; директивне раціонування економічних ресурсів відповідно до системи планування чи іншої форми організації планово-розподільчої економіки тощо), або макроекономічних наслідків для національної економіки від експансії у міжнародний економічний простір. В більшості випадків, таке концептуальне бачення визначається системним поєднанням обох випадків, перший з яких визначає сам зміст економічної системи чи моделі національної економіки,

тоді як другий — результуючий аспект прояву взаємодії одразу декількох різних елементів даної системи та рівнів агрегації таких елементів в контексті формування зворотного зв'язку між національним та світовим господарством. Тобто взаємодія між окремими суб'єктами міжнародних економічних відносин (що спирається на характер діяльності, визначений системою чи моделлю економіки в принципі) ретранслюється на динаміці макроекономічних змінних, які відображають результат такої взаємодії на агрегованому рівні у конкретних макроекономічних формах (параметри ВВП, баланс інвестицій та заощаджень, платіжний баланс, баланс центрального банку тощо).

Стосовно конкретики монетарного вибору центральних банків можна зауважити, що він здійснюється в рамках рестрикцій, які накладаються на нього так званою “трилемою” суміщення цілей у відкритій економіці. Так, згадувані М.Обстфельд та А.Тейлор перевели відому модель Мандела-Флемінга у площину необхідності робити вибір щодо характеру узгодження монетарної політики на макрорівні за умов відкритості національного господарства з дією на внутрішні макрозмінні чинників, які таку відкритість забезпечують (в першу чергу, — мобільність капіталів)<sup>55</sup>. Отже, зміст проблеми “трилеми” зводиться до того, що розробники макроекономічної політики стикаються з трьома бажаними, але суперечливими, цілями:

фіксація валютного курсу для забезпечення відносного рівня стабільності цін;  
забезпечення мобільність капіталу для досягнення алокаційної ефективності та гнучкості;

здійснення активістської монетарної політики для стабілізації виробництва.

Можливість суміщення тільки двох цілей з наведених трьох, яка емпірично доводиться, відображає, що вибір на користь відкритості економіки так чи інакше означає імпліцитний вибір на користь можливого режиму монетарної політики з усіма наслідками для можливостей та доступних стратегій грошово-кредитного регулювання, що здійснюється центральними банками зокрема, чи відображає їх

---

<sup>55</sup> Obstfeld M., Taylor A. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run // NBER Working Paper. — 1997. — №5960 // [www.nber.org](http://www.nber.org)

участь у загальній макроекономічній доктрині взагалі. Але, разом з тим, сам факт здійснення такого вибору повинен розглядатись як засіб функціоналізації стану відкритості національної економіки, в світлі того, що інтеграція у світове господарство забезпечує прогрес та динамізм, алокаційну ефективність та прискорене зростання країни. Звідси випливає, що сама по собі лібералізація зовнішньоекономічної діяльності та технологічні зрушення не можуть призвести до формування інтеграції ринків та цілісності світового господарства, оскільки необхідною передумовою для цього є рух міжнародного капіталу (тобто, навіть лібералізація торгівлі не відіграватиме такого значення, як вільний перелив капіталів; більше того, розвиток останньої так чи інакше є залежним від характеру мобільності фінансових ресурсів, через що сам розвиток торгівлі рано чи пізно буде ставитись в залежність від розвитку міжнародного ринку капіталів, а він, у свою чергу, дозріваючи до самовідтворювального рівня, перетворюється на самостійний елемент цементування системи інтеграційних зв'язків між ринками на структурному та функціональному рівні).

Оскільки мобільність капіталу, яка є невід'ємним елементом інтеграції ринків та країн, отже — глобалізації, справляє фундаментальний вплив на монетарну політику в світлі проблеми “трилеми”, то макроекономічний вибір центрального банку, з відповідною трансформацією остовів його грошово-кредитного впливу на економіку, перетворюється на засіб безпосереднього формування рамкових умов як глобалізаційно-інтеграційних, так і дивергенційних процесів. Відповідно, глобалізацію, як явище, що відображає системну інтеграцію країн, утворення взаємозалежності між ними та перетворення різних географічних ринків у цілісну систему, може індукувати тільки та мета-структура монетарної політики, в якій мобільність капіталу є її невід'ємним компонентом, або ж таким компонентом, який взагалі визначає її сутнісні характеристики. Так, якщо за часів першої глобалізаційної хвилі функціонування системи міжнародного золотого стандарту забезпечувало не тільки взаємозалежність монетарних політик та їх залежність від платіжного балансу (тобто від зовнішньої рівноваги), але й системну інтеграцію фінансових ринків, то за другої глобалізаційної хвилі намагання генерувати вигоди

від інтеграції за рахунок лібералізації руху капіталу та зберегти орієнтацію на внутрішню рівновагу забезпечувалась через утворення міжнародного валютного устрою, заснованого на плаваючих курсах. В даному випадку, різниця буде полягати в тому, що за золотого стандарту факт міжнародної мобільності капіталу розглядався як ендогенний параметр ефективності усієї системи, тоді як в сучасних умовах вибір на користь такої мобільності зумовлює необхідність адаптивних рішень, внаслідок чого мобільність капіталу перестає бути ендогенною складовою ефективності сучасного міжнародного валютного устрою та монетарної політики окремої країни, але, водночас, перетворюється на засіб підвищення алокаційної ефективності і на національному, і на глобальному рівні. Отже, саме характер вибору центрального банку за обмежень, які накладає на нього згадана “трилема”, створює рамкові макроекономічні передумови для глобалізаційної динаміки. Табл. 1.3. демонструє, як характер монетарної політики, визначений вибором в системі “трилеми”, позначався на динаміці глобалізаційних процесів, починаючи з кінця XIX ст.

Таблиця 1.3.

### Глобалізаційна динаміка та монетарний устрій

Етап розвитку монетарної політики	Характер вибору в системі “трилеми”	Пріоритет рівноваги	Наслідки для міжнародної інтеграції	Наслідки для глобалізації
Міжнародний золотий стандарт (1870-1913)	Мобільність капіталу, фіксовані (у золоті) валютні курси.	Пріоритет зовнішньої рівноваги, через яку здійснювався автоматичний стабілізуючий вплив на макроекономічну систему.	Вільне пересування товарів та капіталів забезпечувало інтеграцію ринків та цілісність світогосподарської системи	Мобільність капіталів та інтеграція ринків створили передумови для формування першої глобалізаційної хвилі
Міжвоєнний період (1918-1939)	Непослідовна політика підтримання мобільності капіталів та фіксованих курсів	Формально зберігався пріоритет зовнішньої рівноваги, але він завжди порушувався на користь внутрішньої рівноваги за загострення шоків та безробіття.	Світова економічна система зазнала дезінтеграції через обмеження на рух капіталів, введення торговельних бар’єрів та формування замкнених валютних блоків.	Розвиток процесів глобалізації було перервано.
Бретонвудська валютна система (1944-1973)	Фіксовані валютні курси, автономія монетарної політики та, відповідно, контроль за рухом капіталів	Під впливом кейнсіанства пріоритет віддавався внутрішній рівновазі, але, формально, він обмежувався прив’язкою долара США до золота та	Тенденції до лібералізації торгівлі не були підкріплені зняттям контролю за рухом капіталу, внаслідок чого інтеграція в середовищі світового	Незважаючи на те, що Бретонвудська система створювала передумови для взаємозалежності макроекономічних систем країн-учасниць, процеси

		фіксованими курсами	господарства набула асиметричних та м'яких рис.	глобалізації не могли розвиватись.
Сучасний етап монетарної політики (з початку 1980-х* по д.ч.)	Плаваючі валютні курси, вільний рух капіталу та автономія монетарної політики.	Незважаючи на те, що мобільність капіталу є фактором формування пріоритетності зовнішньої рівноваги, в ієрархії перше місце відводиться досягненню внутрішньої стабільності, що компенсується адаптивністю курсових коливань.	Нагромаджений потенціал розвитку торгівлі був підкріплений лібералізацією руху капіталу, а перехід на плаваючі курси створив передумови для поглиблення та диверсифікації фінансових ринків, внаслідок чого інтеграції у міжнародній економіці стала виступати наслідком алокаційних процесів.	Перехід до вільного руху капіталу створив передумови для відновлення розвитку імплементаційних процесів. Плаваючі курси, зумовивши розвиток ринків похідних інструментів, створили передумови для ускладнення характеру інтеграції світових ринків в цілому.

\* Незважаючи на те, що формування ямайсько-кого валютного устрою заклало основи для розвитку фінансових ринків та їх інтеграції у 1976-1978 рр., на початок 1980-х рр. припадає час масштабних фінансових дерегуляцій, які стали безпосереднім імплементаційним чинником глобалізаційного вибору.

Отже, характер монетарного вибору у відкритій економіці задає безпосередні рамкові умови для розвитку процесів в напрямку глобалізації чи дивергенції, а ті, у свою чергу, визначають можливості монетарної політики та спосіб поведінки центральних банків в рамках функціонування механізму макроекономічної політики. Втім, еволюція центральних банків є більш складним процесом, що потребує додаткового аналізу з'ясування його фундаментальних підойм та розробки для цього відповідних теоретичних положень.

## **1.2. Методологічні основи аналізу еволюції центральних банків в контексті глобалізації**

Проблематика організації та функціонування центральних банків на сьогодні є однією з найпоширеніших напрямків дослідження макроекономічних та інституціональних процесів, по-перше, з огляду, на принципове значення монетарних рішень для визначення різного роду економічних трендів та, по-друге, з огляду на обумовленість характеру таких рішень характером організації органів грошової влади. Процеси глобалізації, формуючи єдність економічного світу та справляючи вплив на функціонування центральних банків, втім, не вичерпують

певної самодостатності їх розвитку, що бере початок з часу їх остаточного утвердження в ролі органів, що здійснюють монетарну політику.

Спираючись на дескрипційний аналіз, такі відомі дослідники як В.Сміт<sup>56</sup>, Ч.Гудхарт<sup>57</sup>, А.Цукерман<sup>58</sup>, Ф.Капі<sup>59</sup> виявили ряд закономірностей, що відображали процес формування та функціонування центральних банків на певних історичних етапах чи в розрізі окремих груп країн. Наприклад, В.Сміт, аналізуючи процеси виникнення та заснування центральних банків, наголошує на випадковості цього явища та домінуючій ролі фіскальних потреб за монополізації емісійної діяльності. Так, згадуваний англійський економіст Ч. Гудхарт у праці “Еволюція центральних банків” вважає, що первісною роллю органів грошової влади є банкір уряду. Вже згодом він стає банком банків (або кредитором останньої інстанції)<sup>60</sup>. Тобто, згідно Гудхарта, функції центрального банку розвиваються з його відносин з урядом та банками. Відповідно, він поділяє функції на макро- та мікроекономічні, відносячи до перших створення монетарних умов для економіки, а до других — створення умов для індивідуальних членів банківської системи. З подібних міркувань виходить й Ст.Фішер, який стверджує, що заснування центральних банків було покликано забезпечити фінансування для уряду<sup>61</sup>, а, отже, органи грошової влади виконували здебільшого роль саме банкіра уряду. Отже, фіскальні міркування, створюючи рамкові умови детермінант централізації грошової емісії, виявились чи не головним чинником створення тих інституцій, які згодом стали центральними банками.

Подальший розвиток центральних банків та ускладнення їх функціонального призначення і організаційно-інституціонального забезпечення актуалізує питання про закономірності та характер такого розвитку, а також про характер та детермінанти формування однотипності (гомогенності) чи гетерогенності організаційно-інституціонального та функціонально-імплементаційного зрізу активності інституцій монетарної політики. Постановка проблеми саме у такому

---

<sup>56</sup> Сміт В. Происхождение центральных банков. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996.

<sup>57</sup> Goodhart C. The Evolution of Central Banks. — London: London School of Economics and Political Science, 1985.

<sup>58</sup> Cukierman A. Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. — Cambridge: MIT Press, 1992.

<sup>59</sup> Capie F. The Evolution of General Banking // Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. — World Bank Seminar. — 1995.

<sup>60</sup> Goodhart C. The Evolution of Central Banks. — London: London School of Economics and Political Science, 1985.

<sup>61</sup> Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064. — P. 1.



ракурсі є релевантною такої сутнісній рисі глобалізації як тенденція до конвергенції, оскільки остання повинна відображати загальне зближення змісту та характеру прояву детермінант розвитку центральних банків та його результату у певний історичний момент.

Щодо існуючих теоретичних уявлень про проблему розвитку центральних банків, отже про їх роль, функції, технологію монетарної політики та характер організації, то існує декілька позицій, які достатньо близькі. Наприклад, українська дослідниця Т.Кричевська стверджує, що центральні банки пройшли три етапи еволюції, що пов'язані з існуючими платіжними технологіями (приватні банкноти, депозитні гроші, паперові (декретні) гроші). Відповідно, спираючись на проблему асиметрії інформації щодо майбутньої вартості платіжних засобів, Кричевська стверджує, що “на кожному етапі центральні банки являли собою форми інституційної адаптації до захисту нових платіжних технологій від втрати довіри до них”<sup>62</sup>. Ставлячи в основу дефініціювання таких етапів принцип адаптації до нових платіжних технологій, тим не менше, дана дослідниця наголошує, що на кожному з них домінували відмінні функції монетарних органів, які визначались саме можливостями та характером емісії грошей. Зокрема, це і позначилось на достатньо широкій палітрі призначень, повноважень центральних банків, характері їх монетарних рішень в розрізі країн. Отже, можна припустити, що це і позначилось на тенденції до гетерогенності органів грошової влади. Проте, такий підхід суттєво обмежує розуміння функціональних аспектів розвитку центральних банків, ігнорує проблему їх організації та інституціонального забезпечення, а також проблему теоретичного забезпечення здійснюваної політики в рамках зміни наголосів у системі функцій та ролей в економіці за тих чи інших історичних обставин. Так само даний підхід ігнорує, що впродовж одного і того самого етапу (визначеного даною дослідницею), центральні банки суттєво змінювали технології монетарних дій з огляду на трансформацію їх місця та ролі в системі механізму макроекономічної політики, внаслідок чого змінювався їх статус та інструментарій.

---

<sup>62</sup> Кричевська Т. Центральні банки в історичній перспективі: уроки для України // Україна в XXI столітті: концепції та моделі економічного розвитку: Матеріали доп. V Міжнарод. конгресу укр. економістів — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2000. — С. 99.

Ч.Гудхарт, Ф.Капі, Ст.Фішер, Н.Шнадт, спираючись на аналіз функцій та завдань органів грошової влади та зміни у рівні їхньої незалежності, обстоюють позицію, згідно якої центральні банки пройшли три стадії розвитку<sup>63</sup>. Перша, — вони розпочали як банки уряду і залишались у всіх відношеннях урядовими банками, оскільки уряди домінували при визначенні їх завдань та безпосередньої політики. Друга стадія розпочалась тоді, коли центральні банки перестають бути комерційно зацікавленими і переходять до вирішення проблем забезпечення стабільності фінансово-банківської системи. І, на решті, третя, — коли, у період після Великої Депресії вони поступово отримали автономію від уряду і здобули незалежність при визначенні завдань та вибору інструментів їх досягнення. Відповідно, на першій стадії домінувала проблема взаємозв'язку центральних банків та уряду як визначальна щодо характеру формування перших та розвитку грошового обігу. Можна стверджувати про вирішальність фіскальної домінанти при поведінці органів грошової влади. Наприклад, відомі монетаристи, функціонери Національного Бюро Економічних Досліджень США М.Бордо та А.Шварц стверджують: “Уряди природно шукали дешевого фінансування з джерел їх банків, особливо за умов війни та подібних кризових ситуацій. У тих обставинах центральні банки були субординовані урядовими потребами, незалежно від того, які інші обов'язки були на них покладені: конвертованість, цінова стабільність, економічне зростання”<sup>64</sup>. Капі, Гудхарт, Фішер та Шнадт конкретизують детермінанти взаємозв'язків між центральними банками та урядом. По-перше, — це стан війни чи миру. По-друге, — домінуюча політична філософія *laissez faire* у торгівлі та монетарних питаннях. По-третє, — золотий стандарт, який через режим валютних курсів забезпечував державну політику впливу на макроекономічні процеси, водночас зменшуючи роль держави як носія активного втручання у ринкові процеси<sup>65</sup>. Однак, самі автори не приділяють значної уваги останнім двом детермінантам, хоча саме вони створили істотні передумови для трансформації

<sup>63</sup> Capie F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 24-72.

<sup>64</sup> Bordo M., Schwartz An. Charles Goodhart's Contributions to the History of Monetary Institutions // NBER Working Paper. — 2002. — №8717. — P. 10-11.

<sup>65</sup> Capie F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 42-63.

виключної ролі центрального банку як банку уряду у більш широкій рольовий контекст в економіці окремої країни та світового господарства, з подальшою модернізацією змістового аспекту його організації (хоча формальний аспект — коло власників, управлінська структура тощо — не зазнавали суттєвих змін) та його орієнтирів при прийнятті грошово-політичних рішень. Тим більше, що вже впродовж третьої стадії розвитку, вони зазнали радикальних трансформацій як у контексті зміни місця та ролі монетарної політики у системі макрорегуляторів, так і в контексті їх політико-інституціонального статусу.

Варто відмітити, що етапізація розвитку центральних банків може задаватись типом міжнародної валютної системи, коли остання визначається статусом резервних активів чи характером режиму валютних курсів, чи вибором в координатах “трилеми” з відповідними наслідками для формування ролі монетарної політики в системі макрорегуляторів. Проте, подібні підходи, по-перше, не дозволяють відстежити елементи лінійності та нелінійності в еволюції центральних банків, зокрема, в аспекті ускладнення їх організаційних та імплементаційних модулів, через що однотипний вибір в системі “трилеми” в різний історичний час може мати місце за відмінних еволюційних статусів органів грошової влади; по-друге, не враховують контекстне меню трансформації їх інституціонального каркасу у політичній системі суспільства, вибір якого може не вписуватись у відносно жорсткі рамки вибору в системі “трилеми”, або ж взагалі ігнорувати цю проблему в світлі того, що економіка може розглядатись як закрита.

Зауважимо, що перевагою підходу Капі, Гудхарта, Фішера та Шнадта є те, що вони суттєво розширюють коло елементів, з допомогою яких верифікується стадійність розвитку, перш за все за рахунок явного включення до їх складу такого інтегрального феномену як незалежність центральних банків (наголошуючи, що остання є і формою організації, і її елементом, і інституціоналізованим фактором визначення місця та ролі монетарних заходів в системі макрополітики), та неявного — пануючої теоретичної парадигми. Важливість останньої полягає у тому, що вона виступає в ролі визначника вектору поведінки органів грошової влади та її імплементаційного забезпечення у функціональному та інституціональному зрізі.

Більше того, аналіз розвитку міжнародного валютного устрою доводить принципову важливість зміни призначення монетарної політики під впливом пануючої теоретичної парадигми для усієї макроекономічної системи країни та, зрештою, міжнародної економіки. В іншому дослідженні відомі американські неокласики К.Ромер та Д.Ромер на багатому фактографічному матеріалі також доводять, що характер монетарної політики визначається саме пануючими теоретичними уявленнями про закономірності функціонування макроекономіки, тоді як провали центральних банків дуже часто зумовлюються обмеженнями на доступні знання, обмеженими знаннями розробників політики, обмеженими знаннями виборців та виборних політиків<sup>66</sup>.

Реальність обумовленості політики теорією потребує додаткового пояснення. Так, природно, що центральний банк є органом, який функціонує в загальному політичному каркасі держави, що визначає перманентність його формальних та неформальних комунікацій з легітимними політичними органами та політичними групами (концентрованими інтересами). Проте, реальність обумовленості поведінки центрального банку домінуючою позицією політичних груп не визначала би остаточно характер поведінки у контексті проекції тих чи інших монетарних рішень на площини макроекономічної політики, якби не існувало певного теоретичного образу (який, з рештою, можна ототожнити з пануючою теоретичною парадигмою в науці та економічній політиці), у якому би віддзеркалювались наслідки таких рішень. Варто зазначити, що адекватний доступ до такого теоретичного образу як різних конкуруючих політичних груп, що можуть обстоювати різні напрямки здійснюваної монетарної політики, так і самого центрального банку як органу, статус якого інституціонально визначений, створює передумови для того, щоб сама теоретична ідея набувала статусу вихідного пункту політики.

На користь такого підходу до обумовленості політики пануючою теорією свідчить історичний досвід як макроекономічних дій влади в цілому, так і окремих центральних банків (див. вище). При чому, слід окреслити три методологічні проблеми, які звідси впливають. По-перше, зміна однієї теоретичної парадигми

---

<sup>66</sup> Romer Ch., Romer D. Institutions for Monetary Stability // NBER Working Paper. — 1996. — №5557. // [www.nber.org](http://www.nber.org).

іншою, як правило, відбувається в часі. Оскільки ми прийняли постулат обумовленості політики пануючою теорією, то сама політика в історичному процесі розгортається когерентно з розвитком теорії, хоча і з істотним запізненням. Отже, існують певні достатні історичні детермінанти характеру поведінки центральних банків та напрямку здійснюваної ними монетарної політики. По-друге, певна історична обумовленість політики теорією ще не створює достатніх жорстких детермінаційних рамкових умов для історичної обумовленості теорії пануючими процесами в економіці та суспільстві, хоча б за рахунок того, що розвиток теорії як такої також формується за рахунок індивідуалістично-суб'єктивістських чинників інтелектуальної активності конкретних постатей. Ці дві проблеми створюють передумови для того, що накладання двох видів обумовленостей (перша: теорія визначає політику; друга: розвиток теорії не завжди детермінується об'єктивною ходою історичного процесу) може ірраціоналізувати зв'язок між адекватними реакціями на економічні події у діяльності органів економічної політики (зокрема, й центрального банку) та уявними оптимальними траєкторіями розвитку економічних подій. І, на решті, по-третє, формування інституціонального каркасу функціонування центрального банку також є об'єктом впливу з боку пануючої теорії. Однак, зважаючи на те, що зміни такого, вже формалізованого статусу органів грошової влади, потребують більших зусиль та глибшої теоретичної аргументації, то з'являється ситуація, коли еволюція макроекономічної політики під впливом тої чи іншої теорії може відбуватись на тлі непорушного тривалий час статусу центрального банку.

Так, аналіз тривалої еволюції центральних банків (з органу, що поступово монополізував право на емісію та функціонував за умов золотого стандарту, до сучасних органів розробки та реалізації монетарної політики) деякою мірою залишив поза увагою системний виклад методологічних установок щодо підбору елементів, які би визначали основні параметри верифікації еволюційних змін, а отже, питання про їх організаційно-інституціональну та функціонально-імплементаційну гетерогенність на тих чи інших часових періодах чи за актуалізації тої чи іншої пануючої парадигма щодо макроекономічної політики зокрема та ролі

держави в економіці взагалі. Відповідно, виявлення елементів, що визначають таку гетерогенність, та детермінант їх актуалізації виступатиме методологічним підґрунтям ідентифікації спільних тенденцій розвитку центральних банків в розрізі країн та характеру того, як дана спільність конгломеруватиме глобалізаційно обумовлену тенденцію до конвергенції. Окрім цього, логіка та зміст глобалізаційних процесів, на думку російського економіста В.Марцінкевича, звужує методологічну ефективність формальних методів дослідження, оскільки передбачає глибинні зміни інституцій та відтворювальних структур, висувуючи на передній план актуальність якісного аналізу<sup>67</sup>. Звідси випливає необхідність застосування ширшого кола вихідних елементів аналізу еволюційних процесів розвитку центральних банків, порівняно з тими, які містяться в роботі Кричевської чи Капі, Гудхарта, Фішера і Шнадта. Саме тому, сукупність елементів, що дозволять верифікувати еволюційні зміни з допомогою якісного аналізу, повинна утворювати складну структуру, побудова якої відповідала би застосуванню принципу системного аналізу при дослідженні органів грошової влади.

Для виявлення еволюційних процесів розвитку центральних банків, внаслідок чого можна було б верифікувати їх історичну гетерогенність та тенденцію до конвергенції, необхідно скористатись рядом методологічних припущень: по-перше, про те, що складні явища можна представити у вигляді складної системи; по-друге, — кожен з елементів системи має своє функціональне призначення, яке є актуальним за дії тих обставин, що безпосередньо визначають їх необхідність в даний конкретний історичний момент; по-третє, — еволюція відбувається за спенсерівською логікою, тобто “від простого до складного”. Щодо останнього, то слід зауважити: рух від простого до складного відображає удосконалення, з одного боку, організаційно-інституціонального каркасу в тому розумінні, що центральні банки, виступаючи органами державної влади, функціонують в умовах, коли сама держава та її інститути ускладнюються мірою розвитку суспільно-цивілізаційних процесів, з іншого боку, — ускладнення функціонально-імплементацийних модусів

---

<sup>67</sup> Марцінкевич В. Экономический мейнстрим и современное воспроизводство // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 39. (36-41)

їх активності, оскільки самі економічні процеси також ускладнюються мірою технологічного та інституційного поступу. Однак, при цьому, розвиток від простого до складного не заперечує елементи полілінійності його актуалізації в розрізі країн та в різні історичні періоди, оскільки конкретно-історичні тенденції в окремій країні та розвиток теорії відображатимуть затребуваність зміни простих елементів більш складними. Окрім цього, такий розвиток за характером не суперечить актуальності елементів циклічності, що мають місце у вихідних макроекономічних орієнтирах центральних банків, наприклад, щодо вибору в системі “трилеми” чи уявлень про ефективність ринкового механізму, і які індукуються установкою на стимулювання та просування глобалізаційних процесів в світлі циклічно-подібного розгортання останніх на тривалих історичних інтервалах.

Слід зауважити, що сам факт руху від простого до складного слід розуміти не в контексті оцінкового релятивізму тлумачення прогресу, (тобто, коли прогрес асоціюється з еволюцією, що є проявом зміни простих систем більш складними), а у контексті ускладнення середовища активності центральних банків та її теоретичного обґрунтування, внаслідок чого зростають вимоги до його інституціонального забезпечення та функціональної реалізації. Відповідно, специфікою аналізу центральних банків є те, що їхні сутнісні кондиції визначаються їх роллю в імплементаційній системі державної влади, характером завдань, організаційним каркасом, основними напрямками та способом реалізації повноважень з огляду на певні історично та гносеологічно обумовлені рестрикції.

Для виявлення основних історичних типів центральних банків, з допомогою яких і можна ідентифікувати їх історичну гетерогенність та, відповідно, характер гомогенності в розрізі країн, припустимо, що орган грошової влади як інституціонально-функціональна одиниця на структурному рівні складається з системи та підсистем.

Щодо системи центрального банку (див. рис. 1.1.), то можна виділити такі її структурні елементи: 1) емісійна компетенція та характер рестрикцій (зокрема, автоматичних) на її реалізацію; 2) головне завдання, яке кодифікує призначення центрального банку, отже, визначає його роль в економіці; характер формалізації

такого завдання; 3) незалежність як функціональна форма можливості реалізувати завдання і як ланка зв'язку з політико-економічною системою країни (при чому, дефініційоване головне завдання є засобом та елементом забезпечення незалежності). Якщо перший елемент системи відображає характер здійснення центральним банком емісійної діяльності в контексті ідентифікації у емісійному процесі природи грошей та їх функціональної форми, то другий та третій елементи відображають політико-інституціональний аспект статусу центрального банку в системі макроекономічних регуляторів, застосовуваних публічною владою<sup>68</sup>. Всі елементи системи центрального банку на імплементаційному рівні спираються на певну теоретичну базу (пануючу економічну парадигму), яка має суспільно значущий характер.

Структурні елементи системи	Базова (пануюча) економічна парадигма, що має суспільно значущий характер, і розглядається як гносеологічний вектор формування системи
1) емісійна компетенція та характер рестрикцій на її реалізацію	
2) головне завдання та характер його формалізації	
3) незалежність	

**Рис. 1.1. Система центрального банку**

Характер формування системи центрального банку, на наш погляд, визначається, в цілому, під дією таких чинників: політична затребуваність; теоретично обґрунтована необхідність. Зазначені чинники, з огляду на історичний розвиток центральних банків та окремі прецеденти, не можливо співвіднести з чітким розумінням того, який з них діяв як достатня, а який — як необхідна передумова формування та зміни системи. Але в загальному можна виділити два основних варіанти, коли дія даних чинників чи то як необхідних, чи то як достатніх передумов, чітко простежується. У чистому вигляді, тобто коли уряд максимізує добробут суспільства, теоретична обґрунтованість є достатньою передумовою, а політична затребуваність необхідною. У випадку, коли уряд максимізує свою певну короткострокову функцію або тоталітарно визначає довгострокову, політична

<sup>68</sup> Важливість зазначених елементів при визначенні характеру монетарної політики, наприклад, розглядається функціонером ФРС Л.Мейером (Meyer L.H. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. — 2001. — №43 // [www.bis.org](http://www.bis.org). ) та англійцем Г.Дебеллом та американцем Ст.Фішером (Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? // Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Boston. — 1994. — Conference Series №38. — P. 195-221.). Про важливість характеру незалежності центральних банків при визначенні історичних етапів їх розвитку у іншій праці Гудхарта (Carpe F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — P. 42-63.).



затребуваність може бути і необхідною і достатньою передумовою, тоді як потреба у теоретичному обґрунтуванні актуалізується на імплементаційному та функціональному рівні реалізації політики.

Щодо зміни системи центрального банку, то цей процес, як правило, є повільним з огляду на принциповість його політико-економічного статусу в структурі публічної влади та наявність певних часових лагів (тривалість яких визначається традиціями та легітимними правилами парламентського ухвалення рішень, що стосуються зміни чи конкретизації статусу публічних інституцій) між усвідомленням необхідності змін і їх втіленням у конкретних формалізованих положеннях. Останні створюють нові політико-правові рамкові умови поведінки органів грошової влади, внаслідок чого відбувається остаточне утвердження трансформації системи на сутнісному рівні. При чому, такі трансформації відбуваються достатньо повільно і можуть не відповідати принципу розвитку “від простого до складного”, оскільки сутнісної трансформації зазнають елементи системи, а не їх набір (однак на рівні функціональної актуалізації кожного окремого елемента системи, її розвиток може відповідати даному принципу).

Стосовно підсистеми, то вона відображає сукупність конкретних елементів функціонального каркасу центрального банку, які змінюються більш швидко, порівняно зі зміною системи, і відображають розвиток за принципом “від простого до складного”. Набір підсистем є достатньо відмінний на певних історичних етапах, а його формування відбувається в основному під дією таких чинників як теоретично обґрунтована необхідність та функціональна достатність. (Зокрема, через це, набір підсистем є достатньо непостійний.) Обидва чинника актуалізуються відповідно до пануючої економічної парадигми в суспільстві (як і у випадку з системою) та позиції самого центрального банку. При цьому, перший чинник тяжіє до більш щільного зв'язку з суспільною значимістю пануючої економічної доктрини, тоді як другий чинник викристалізовується в процесі імплементації центральним банком ідей теорії у відповідності з окресленою ним методологією застосування такого елемента підсистеми. Окрім цього, якщо перший чинник є свідченням верифікації тих чи інших монетарних або макроекономічних феноменів скоріше на академічному рівні,

то другий чинник є верифікаційним елементом самої діяльності центрального банку. Стосовно формування та зміни підсистем, то ці процеси також залежать від жорсткості існуючого законодавчого регулювання та легітимних процедур їх зміни. Наприклад, трансформація системи монетарних інструментів менш жорстко регулюються законодавством, а процес ухвалення рішень про його зміну менш складний, зокрема з позиції характеру формування консенсусу та калібрування правил голосування для втілення змін, тоді як підсистема підзвітності чи відповідальності зачіпає більш вагомі зрізи політичного статусу центрального банку, отже, її зміна буде супроводжуватись більш тривалим переговорним процесом між парламентськими групами та зацікавленими сторонами. Відповідно, ефективність та вірогідність теоретичних висновків як перший чинник мають бути достатніми для того, щоб сформувати необхідну коаліцію для забезпечення змін на нормативно-правовому рівні, враховуючи усі проблеми політико-дистрибутивного характеру, що супроводжують процес політичних домовленостей про зміну певних кондицій функціонування публічної інституції.

Історичний тип центрального банку відображає політико-інституціональний статус органу грошової влади в контексті його ролі та призначення у структурі макроекономічних регуляторів та характер його функціонально-імплементативної активності при реалізації визначеного завдання. Становлення певного історичного типу центрального банку супроводжується змінами його системи та підсистем. Оскільки, як зазначалось, зміни системи відбуваються на сутнісному рівні і, в цілому, не розвиваються згідно принципу “від простого до складного”, на відміну від розвитку підсистем, то розвиток центральних банків як зміна одного історичного типу іншим, буде відповідати цьому принципу через важливість характеру функціонування та набору елементів підсистемної складової та її розвиток згідно цього принципу. Змістова окресленість певного історичного типу центрального банку визначається відповідно до: а) певного історико-хронологічного критерію; б) домінуючого характеру (способу) реалізації монетарної політики та способу її інституціональної формалізації, отже — відображення зміни у підсистемах (через це, історичний тип системи невід’ємно включає підсистеми, тоді як історичний тип

підсистем звужує політико-економічний контекст їх актуалізації в рамках розвитку самої системи); в) провідної економічної парадигми.

Отже, на сьогоднішній момент можна виділити п'ять історичних типів центральних банків:

- 1) тип епохи золотого стандарту та економічного лібералізму;
- 2) акомодативний (кейнсіанський) тип;
- 3) монетаристський тип;
- 4) етатичний тип;
- 5) сучасний тип.

Історично перший тип центральних банків сформувався під час утворення міжнародної системи золотого стандарту (1880-1914 рр.) і остаточно закріпився на початку ХХ ст., відображаючи: утвердження необхідності забезпечення стабільності грошового обігу на золотій основі, але з паперовими розмінними грішми, що усунуло би проблему надемісії банкнот за децентралізованої (однорівневої) банківської системи, за одночасного найменшого державного втручання у емісійний процес, що досягалось через фіксацію валютного курсу, вільний перелив капіталів та автоматичну корекції внутрішньої пропозиції грошей внаслідок багатостороннього врівноваження платіжних балансів; збереження присутності держави у сфері монетарної політики (зокрема, для вирішення спорадичних фіскальних проблем через емісійне фінансування бюджетних дефіцитів) та розширення операційних можливостей центральних банків через встановлення лімітів фідуціарної емісії. Змістові особливості даного історичного типу відображає рис. 1.2.

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
<b>Емісійна компетенція та характер рестрикцій</b>	<b>Головне завдання та характер його формалізації</b>	<b>Незалежність</b>	<i>laissez faire</i> та кількісна теорія класичної	Епоха золотого стандарту (1880-1914)

Емісія прив'язується до зміни в обсягах резервного активу (золота)	Забезпечення розмінності банкнот на золото та збереження резервів, внаслідок чого монетарна політика орієнтується на дотримання зовнішньої рівноваги	Забезпечується механічно через функціонування золотого стандарту і не потребує додаткової політико-інституціональної формалізації	школи	рр.)
Елементи підсистеми				
Монетарні інструменти				
В основному застосовуються через проведення операцій на відкритих ринках та переобліку векселів для захисту від впливу резервів та нейтралізації впливу коливання грошової маси внаслідок коливання обсягу резервів				

**Рис. 1.2. Тип епохи золотого стандарту**

Варто зазначити, що період між двома світовими війнами, ознаменувався достатньо істотними змінами у царині функціонування центральних банків, зокрема, що пов'язувалось з намаганнями вирішувати фіскальні проблеми через емісію, введення елементів контролю за рухом капіталу та обмеженої конвертованості паперових грошей у золото, послабленням жорсткості прив'язки внутрішньої грошової пропозиції до динаміки резервного активу, введенням елементів відповідальності центрального банку за стан внутрішньої рівноваги та загальне послаблення вимог до забезпечення внутрішньої рівноваги через вище окреслені причини. Тому можна виділити перехідний історичний тип центральних банків, а саме тип м'якого варіанту золотого стандарту з підвищеною орієнтацією на внутрішню рівновагу.

Виникнення кейнсіанської парадигми макроекономічного регулювання безпосередньо позначилось на істотній зміні історичного типу центральних банків. І хоча до середини 30-х рр. ХХ ст. більшість органів грошової влади розвинутих країн так чи інакше стикались з тиском щодо пом'якшення соціально-економічних проблем з допомогою грошово-кредитних важелів та спорадично проводили монетарну політику відповідно до пріоритетності внутрішніх цілей та в напрямку антициклічного згладжування, що можна інтерпретувати як антиципацію кейнсіанської нормативної теорії та її практичних рекомендацій, утвердження останніх в статусі пануючої економічної парадигми та відповідна цьому трансформація системи макроекономічних регуляторів остаточно детермінували зміну історичного типу центральних банків. На рівні системних змін панування кейнсіанства відобразилось на істотному послабленні статусу центральних банків.

Наприклад, Дж.М.Кейнс стверджував так: “Безробіття виникає, так би мовити, тому, що люди хочуть дістати місяць з неба. Вони не можуть знайти роботи, коли предмет бажання (тобто гроші) — це щось таке, що не може бути вироблене, і попит на цей предмет не можливо легко ліквідувати. Тут не має іншого засобу, як тільки переконати публіку, що “зелененькі” — це і є сутність проблеми і що фабрику “зелененьких” (тобто центральний банк) необхідно поставити під державний контроль”<sup>69</sup>. Так, основними кейнсіанськими аргументами на користь переведення монетарних регуляторів у статус акомодативних щодо фіскальних були визнання факту не нейтральності грошей, неефективності монетарної політики для стимулювання сукупного попиту з огляду на пастку ліквідності, необхідності знижувати процентні ставки для нарощування рівня автономних інвестицій тощо. Наприклад, відображаючи зв’язок між потребою у стимулюванні капітальних витрат для антициклічного згладжування та фіскальним імпульсом, Р.Гаррод стверджує: “Чим більші труднощі — а вони можуть бути значними — у необхідному з точки зору протициклічної політики регулювання в часі великих капітальних витрат, тим більше нам приходиться спиратись на варіювання бюджетних засобів. Витрачання коштів за рахунок бюджетного дефіциту — це відвідний кран, який можна швидко відкрити...”<sup>70</sup>. Неявно тут, також, міститься припущення про те, що фіскальна політика є ефективна не тільки з тої точки зору, що монетарна політика такою не є, але й тому, що бюджетний дефіцит може виступити безпосереднім чинником варіювання капітальних витрат в часі. Тобто, тут припускається, що лаг між фіскальним рішенням та змінами у рівноважному доході буде коротшим, аніж відповідний за монетарного рішення.

Тим не менше, роль монетарної політики не відкидалась повністю кейнсіанцями. Наприклад, Е.Хансен узагальнив підходи до антициклічних заходів та систематизував їх, окремо виділяючи роль монетарної політики в їх системі. Він поділив заходи антициклічної політики на три групи: 1) вмонтовані механізми гнучкості (вмонтовані стабілізатори); 2) автоматично діючі компенсуючи

---

<sup>69</sup> Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОМ, Ключ, 1993. — С. 320.

<sup>70</sup> Харрод Р. К теории экономической динамики / Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. I. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — С. 151.

контрзаходи; 3) керовані програми компенсування<sup>71</sup>. Якщо заходи першої групи стосуються автономного реагування бюджетної системи на зміни ділового циклу з огляду на характер її побудови, а заходи третьої групи — додаткових заходів бюджетної політики, що потребують додаткового схвалення представницькою владою (отже перша та третя група стосуються заходів фіскальної політики), то заходи другої групи розраховані на відповідь центральних банків викликам циклічних зсувів.

Іншою важливою причиною зміни системи центрального банку в рамках становлення його кейнсіанського типу була відмова від золотого стандарту та уможливлення відриву внутрішньої грошової пропозиції від динаміки резервного активу з допомогою введення обмежень на рух капіталу, що чітко впліталось в канву переорієнтації монетарних рішень на досягнення внутрішньої рівноваги<sup>72</sup>.

Що стосується підсистемних елементів, то вони зазнали істотних змін, відображаючи трансформацію технології реалізації монетарної політики, зокрема, через введення ієрархічної структури монетарних цілей та зміщення акцентів в системі застосування монетарних інструментів (див. рис. 1.3.). Потреба у змінах була викликана зростанням необхідності контролю за динамікою таких монетарних параметрів як грошова маса та процентні ставки, що відображало загальну трансформацію макроекономічних регуляторів у контексті формування системи “точного налаштування” на протидію циклічним зміщенням ділової кон’юнктури.

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
<b>Емісійна компетенція та характер рестрикцій</b>	<b>Головне завдання та характер його формалізації</b>	<b>Незалежність</b>	Кейнсіанські та неокейнсіанські теорії економічного	Після Другої світової війни до

<sup>71</sup> Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход Ч. IV / Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. II. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — С. 354-356.

<sup>72</sup> Зазначимо, що створення Бреттон-вудської системи золото-доларового стандарту накладало певні обмеження у вигляді підтримки фіксованих у золоті курсів валют країн світу щодо американської валюти. Проте, такі обмеження не накладали суворих рестрикцій на рішення національних монетарних органів, особливо у випадку, коли мова йшла про здійснення політики стимулювання сукупного попиту. Більше того, ФРС також не здійснювала політику відповідно до потреби враховувати динаміку резервного активу — золота, що, зрештою, призвело до появи перших ознак руйнації такої валютної системи у 1968 р. та 1970 р. та її остаточної офіційної ліквідації на Ямайській валютній конференції у 1976 р.

Монопольна емісія, частково не пов'язана зі зміною обсягів резервних активів в рамках функціонування Бреттон-вудської системи	Орієнтація на економічне зростання та/або стабільність грошей, що легітимізується у юридичній формалізації	Має відносний характер з огляду на те, що монетарна політика стає акомодативною щодо фіскальної чи структурної	зростання, автоматичних стабілізаторів, циклічного згладжування	середины 1970-х, в окремих країнах (в першу чергу Латинської Америки та Африки) до 1980-1990-х й по даний час.
Елементи підсистеми				
Монетарні інструменти	Запровадження трирівневої ієрархії цілей монетарної політики (таргетування)			
В основному застосовуються операції відкритого ринку, але підвищується роль мінімальних обов'язкових резервів для стабілізації істотних зсувів грошової маси.	Досягнення поставлених завдань забезпечується через досягнення монетарних цілей як грошових величин. З огляду на кейнсіанську доктрину, домінуюча проміжна ціль — процентна ставка. Але з огляду на дихотомію “інфляція-безробіття” в рамках макроекономічного вибору, зміна монетарних цілей відображає реакції на циклічні коливання економіки.			

**Рис. 1.3. Акомодативний тип центральних банків**

Проте, досвід країн третього світу, які здійснювали програми індустріалізації за активного втручання держави у ці процеси, відображає суттєві відмінності організації монетарної політики порівняно з розвинутими країнами. Зокрема, основні відмінності властиві імплементаційному аспекту реалізації монетарних заходів, що проявлялось у активному застосуванні кількісних методів впливу на кредит, застосування практики селективного кредитування, введення обмежень на коливання процентних ставок, адміністрування у валютно-фінансовій сфері. Тобто, можна говорити, що для таких країн на відповідному етапі властиві відмінності на рівні елементів підсистеми, що дозволяє визначити акомодативний підтип центральних банків з адміністративною спрямованістю монетарних інструментів.

Економічна криза середини 1970-х, істотне зростання інфляції та курсової нестабільності позначились на перегляді ролі центральних банків в системі застосування макроекономічних регуляторів. Підвищення суспільної значущості монетаристського вчення та утвердження на політичному рівні ідеї необхідності контролю за інфляцією актуалізувало потребу формування тих інституціональних рамкових умов організації центральних банків та створення такого каркасу монетарної політики, які би дали змогу розв'язати проблему грошової стабільності. Аргументована М.Фрідменом необхідність забезпечення стабільного приросту грошової маси для уникнення проблеми лагів, проциклічності політики та

нівелювання політичного тиску на органи грошової влади, з одного боку, вимагала підвищення рівня незалежності центральних банків, з іншого, — зміни пріоритетів у виборі проміжних цілей монетарної політики. Він перший звернув увагу на те, що дискреційні заходи, в першу чергу, обумовлюються бажанням монетарних органів вирішувати проблему ділового циклу через симетричну до кон'юнктурних коливань зміну напрямків грошової пропозиції<sup>73</sup>. Відповідно, Фрідмен запропонував широко відоме монетарне правило збільшення грошової пропозиції щороку на певний відсоток і обрахував, що для США приріст грошової маси повинен дорівнювати 4-5%. Сам Фрідмен стверджує: “Я закликав до збільшення грошової маси постійними темпами, що забезпечує стабільність цін на кінцеві продукти, який, за моїми підрахунками, повинен складати для США 4-5% в рік для грошового агрегату, що включає готівку поза банками і усі депозити комерційних банків, як термінові, так і до запитання”<sup>74</sup>. Варто зазначити, що монетарне правило Фрідмена впливає як з більш загального контексту його макроекономічної теорії, що постулює нейтральність грошей у довгостроковому періоді, можливість центральних банків впливати тільки на номінальні грошові величини, обумовленість ділового циклу зсувами грошової пропозиції тощо, так і з обмеженості можливих ефективних контрзаходів органів грошової влади.

Відповідно, зміст нормативного аспекту монетаризму полягав у введенні таргетування приросту грошових агрегатів, що потягнуло за собою зміну акцентів в імплементаційній площині активності монетарних інституцій. А зазначені зміни разом призвели до зміни історичного типу центрального банку, основні характеристики якого відображено на рис. 1.4.

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
<b>Емісійна компетенція та характер рестрикцій</b>	<b>Головне завдання та характер його формалізації</b>	<b>Незалежність</b>	Монетаризм	З другої половини 1970-х до середини

<sup>73</sup> Friedman M. The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953; Friedman M. A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959.

<sup>74</sup> Фрідмен М. Оптимальное количество денег / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 102.



Монопольна емісія необмежена екзогенними зобов'язаннями	Визначення повинно чітко окреслювати антиінфляційний характер дефініції, проте з огляду на політичний процес їх легітимізації можуть визначатись як у попередньому випадку	Забезпечення її високого рівня є невід'ємним елементом успішності контролю за грошовою масою	1980-х рр., а в окремих країнах по даний час
Елементи підсистеми			
Монетарні інструменти	Трирівнева ієрархія монетарних цілей	Орієнтація на емпіричні правила політики	
В основному застосовуються операції відкритого ринку, але підвищується роль мінімальних обов'язкових резервів з метою контролю за інфляційою природою грошових агрегатів	Роль такої проміжної цілі як грошова маса стає домінуючою, а її кількісний вираз не повинен реагувати на циклічні зрушення	В окремих випадках емпіричне правило, легітимізоване у певний спосіб, ефективніше за таргетування з огляду на його ні до чого не зобов'язуючий характер. Однак з огляду на політичну та функціональну складність імплементації, не набуло широкого поширення.	

**Рис. 1.4. Монетаристський тип центрального банку<sup>75</sup>**

Варто зазначити, що певний еволюційний розвиток центральних банків в рамках емпіричної експозиції розвинутих країн та більшості країн третього світу суттєво антагонізує з прикладами етатичної організації грошового сектора в системі планово-розподільчої економіки. Специфічний характер ролі грошей та функціонування банківської системи за планової економіки дозволяє виділити окремий історичний тип центрального банку (рис. 1.5.).

Елементи системи			Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
<b>Емісійна компетенція та характер рестрикцій</b>	<b>Головне завдання та характер його формалізації</b>	<b>Незалежність</b>		
Монополія на емісію без екзогенних обмежень.	Забезпечення господарського обороту грошми*	Відсутня в принципі	Радянська політекономія	Період існування СРСР та соціалістичного табору
Елементи підсистеми				
Касове та кредитне планування		Кредитні операції на мікрорівні		

<sup>75</sup> Варто зазначити, що приклад Бундесбанку ФРН відображає: за характером функціонування системи центрального банку він скоріше відповідав монетаристському типу, а за характером організації підсистеми — певною мірою акомодативному. Подібне простежується і на прикладі Банку Канади. Це говорить про існування своєрідного м'якого варіанту акомодативного типу з сильною орієнтацією на грошову стабільність.

Привнесення елементів планування в грошовий обіг з метою доведення ефективності його функціонування при соціалізмі та вирішення “капіталістичної” проблеми безробіття та інфляції.	Кредитування господарських суб’єктів в рамках функціонування монобанківської структури.		
--	---	--	--

\* Як показує дослідження А.Бузгаліна, гроші за соціалізму виконували роль облікових одиниць і не були грішми в економічному розумінні<sup>76</sup>.

### Рис. 1.5. Етатичний тип центрального банку

Неефективність такого типу центрального банку довела загальна криза планової економіки та її неспроможність забезпечити грошову стабільність, з огляду на значну відкладену інфляцію, м’які бюджетні обмеження та швидке зростання цін в умовах їх лібералізації. Ринкова трансформація докорінно змінила етатичний тип центрального банку в напрямку формування сучасного типу.

У більш широкому контексті становлення сучасного історичного типу центрального банку відображає: по-перше, перегляд макроекономічної доктрини під впливом теорії раціональних очікувань в напрямку орієнтування її на широку комунікацію з ринковими агентами для стабілізації очікувань майбутньої інфляції; по-друге, появу широкого консенсусу щодо нейтральності грошей та негативних наслідків інфляції для ефективної алокації ресурсів; по-третє, редакцію ортодоксального монетаризму в умовах послаблення зв’язку між динамікою грошової маси та інфляції; по-четверте, підвищення ролі інституціональних факторів орієнтації центральних банків на забезпечення стабільності цін та, відповідне цьому, підвищення їх відповідальності за інфляційні наслідки монетарної політики.

Теоретичним підґрунтям даних процесів виступила теорія часової інконсистентності (*time inconsistency*) та започаткована в рамках неокласичного підходу до макроекономіки дискусія “правила проти дискреції” (*rules versus discretion*). Так, згідно моделі Ф.Кідленда і Е.Проскотта та Р.Барро і Д.Гордона економічні агенти не довіряють оголошеним цільовим рівням інфляції і девальвують їх, підвищуючи рівноважні ціни (тобто з’являється інфляційне зміщення (*inflation bias*)), оскільки знають, що за дискреційних можливостей монетарні органи будуть схильні порушити обіцяні рівні інфляції для підвищення рівня зайнятості.

<sup>76</sup> Бузгалін А. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономии. — М.: Таурис, Просперус, 1994. — С. 275-280.

Відповідно, для того, щоб центральний банк користувався довірою є необхідним усунення можливостей для дискреційної політики, а оптимальною буде та політика, яка здійснюється на основі правила нульової інфляції<sup>77</sup>. Відповідно, в рамках даного підходу була сформульована теза про необхідність формування довіри до центральних банків як основи для впливу на раціональні очікування суб'єктів ринку. Широкі дискусії з приводу проблеми не оптимальності політики *ex post* порівняно з умовами *ex ante* позначились на пошуку оптимального послаблення оптимальних правил, зокрема, це моделі К.Рогоффа<sup>78</sup>, А.Новайхі і П.Левайна<sup>79</sup> та Е.Лохманн<sup>80</sup>. Проте наступне покоління моделей відображають посилення уваги щодо технології та інституціонального каркасу монетарної політики. Зокрема, це контрактний підхід за типом “принципал-агент” К.Волша<sup>81</sup>, модель таргетування експліцитної цілі Т.Перссона Гв.Табелінні<sup>82</sup> та таргетування інфляції Л.Свенссона<sup>83</sup>. Відповідно до цих моделей широкого визнання здобули концепції транспарентності та відповідальності центральних банків, коли експліцитні цілі та характер їх досягнення почали розглядатись як легітимні завдання монетарних органів, за якими вводиться контроль з боку ринків з метою недопущення інконсистентної поведінки<sup>84</sup>.

З іншого боку, зазначені зміни відбуваються у силовому полі глобалізації, яка безпосередньо актуалізує функціональну необхідність запропонованих новою макроекономікою засобів забезпечення цінової стабільності, усунення інфляційного зміщення та часової інконсистентності. Зазначені процеси позначились на істотній

---

<sup>77</sup> Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // Journal of Political Economy . — 1977. — 85 (3). — P. 473-492.; Barro R., Gordon D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // Journal of Political Economy . — 1983. — 101 (3). — P. 589-610.

<sup>78</sup> Rogoff K. The optimal Degree of Commitment to a Monetary Target // Quarterly Journal of Economics. — 1985. — 100. — P. 1169-1190.

<sup>79</sup> Nowaihi Ali., Levine P. Can Reputation Resolve the Credibility Problem? // Journal of Monetary Economics. — 1994. — №33. — vol. 1. — P. 355-380.

<sup>80</sup> Lohmann S. The Optimal Degree of Commitment: Credibility versus Flexibility // American Economic Review. — 1992. — 82/1. — P. 273-286.

<sup>81</sup> Walsh C. Optimal Contracts for Central Bankers // American Economic Review. — 1995. — 85/1. — P. 150-167.

<sup>82</sup> Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — №39. — P. 53-89.

<sup>83</sup> Svensson L. Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banker, and Linear Inflation Contracts // American Economic Review. — 1997. — 87/1. — P. 98-114.

<sup>84</sup> Більш детальний аналіз еволюції монетарних теорій та їх значення для трансформації сучасних монетарних органів див.: Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 244 с.

трансформації сучасних центральних банків, що дає підстави говорити про появу їх сучасного історичного типу (рис. 1.6.).

Елементи системи					Пануюча теоретична парадигма	Історичний час домінування
<b>Емісійна компетенція та характер рестрикцій</b>		<b>Головне завдання та характер його формалізації</b>		<b>Незалежність</b>		Нова макро-економіка та неокласика (школа раціональних очікувань)
Монопольна емісія необмежена екзогенними зобов'язаннями		Забезпечення стабільності цін, або подібні дефініції з чітко окресленим антиінфляційним мандатом		Забезпечення її високого рівня є невід'ємним елементом успішної політики стабільних цін та запобігання інфляційному зміщенню		
Елементи підсистеми						
Монетарні інструменти	Таргетування інфляції	Відповідальність (accountability)	Формування довіри (credibility)	Транспарентність та прозорість		
Домінування операцій на відкритих ринках та послаблення ролі обов'язкових резервів	Послаблення трирівневої ієрархії монетарних цілей та запровадження прямого таргетування інфляції як емпірично орієнтованого правила політики	Формування системи відповідальності за досягнення легітимізованих інфляційних цілей	Формування довіри до політики є невід'ємним елементом впливу на ринкові очікування ринків. Довіра полегшує досягнення цілей та запобігає інфляційному зміщенню	Забезпечує контроль з боку ринків за політикою центрального банку та формує довіру до нього з огляду на інтерпретацію його рішень та поведінки за того чи іншого рівня інформаційної асиметрії		

**Рис. 1.6. Сучасний тип центрального банку**

Відповідно, сучасний тип відображає посилення інституціональних факторів формування елементів системи та підсистеми центрального банку та загального й суттєвого їх ускладнення на рівні актуалізації імплементаційного модуля функціонування монетарних органів.

Стосовно проблематики дослідження центральних банків в умовах глобалізації слід виділити наступний ряд методологічних зауважень.

По-перше, глобалізація в своїй основі має спільний для всіх економік ринковий механізм, природа якого формує спільну для усіх країн фундаментальну матрицю господарської активності. “Події та явища кінця ХХ і початку ХХІ століття показали, що глобалізація як вираз прогресу цивілізації ... являє собою єдиний світовий ринковий простір, в якому ринковий механізм об'єднує усі без винятку

народи та держави, а ринкові критерії є загально визнаними світовим співтовариством параметрами економічних досягнень як окремих країн, так і фірми чи людей. ...простота й історично перевірена ефективність ринкових принципів об'єктивно висунули їх як основу сучасних глобалізаційних процесів”<sup>85</sup>. Відповідно, відкритість економік різних країн, їх інтеграція на основі посилення ролі ринкового механізму створюють передумови для спільності загальних факторів розвитку та інституційної адаптації до них. Можна стверджувати, що це є наріжним каменем тенденції до конвергенції, що є сутнісною рисою глобалізації. Більше того, конвергенційна тенденція, як феномен, відома економічній науці у контексті поглядів Дж.Гелбрейта на зближення характеру функціонування господарств з різними укладами та відмінною економічною системою за досягнення подібного рівня розвитку. Отже, зближення рівнів розвитку та укладів в розрізі країн (більше того, наздоганяючий розвиток, як відомо, не повторює відповідні стадії лінійно) та глобалізаційна відкритість створюють рамкові умови формування спільних за змістом економічних (алокаційних та відтворювальних) процесів та тенденцій інституціональної адаптації, внаслідок чого повинні створюватися передумови для гомогенізації системних та підсистемних елементів того чи іншого типу центральних банків в рамках його сучасного типу. Тобто, розвиток центральних банків відповідно до їх сучасного типу повинен мати наскрізний характер щодо більшості країн світу, попри те, що вони диференціюються за геоекономічним статусом та регіональною чи інтеграційною належністю, фактично створюючи передумови, для гомогенізації організаційно-інституціональних та імплементаційно-функціональних елементів системи центральних банків країн світу відповідно до космополітичних критеріїв ефективності адаптації до процесів глобалізації.

По-друге, можливості полілінійності розвитку, які остаточно не руйнуються глобалізацією, особливості процесів інституціональної адаптації до неї в розрізі країн, що мають свої традиції політико-економічної організації, та моделі розвитку яких зберігають елементи відмінностей на рівні створення та функціонування

---

<sup>85</sup> Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). — Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, 2003. — С. 19. (18-32)

суспільних інститутів, зокрема, державних органів, створюють передумови для того, щоб процес гомогенізації центральних банків в умовах глобалізації не відбувався у чистому вигляді. Тобто, чинники національного характеру продовжують лишатись актуальними при формуванні характеру монетарної політики та поведінки центральних банків, згідно урядника ФРС Л.Меєра<sup>86</sup>, хоча їх роль повинна поступово послаблюватися тою мірою, якою необхідність стереотипізованої відповіді глобальним викликам є однаково актуальною для усіх монетарних органів, що на них реагують. Зокрема, сам Меєр у зазначеній праці наголошує, що відмінність монетарних рішень може задаватись характером організації центральних банків (мандат, рівень незалежності, відповідальність тощо) та характером шоків, яких зазнають країни. Разом це створює ситуацію, коли навіть однакові шоки не зумовлюють подібність реакцій центральних банків. Значимо, що подібні висновки даного економіста більшою мірою релевантні специфіці поведінки монетарних органів у конкретних обставинах їх щоденних операцій, тоді як ми розглядаємо загальну тенденцію глобалізаційно обумовленого зближення системи та підсистем центральних банків в розрізі країн. Це вимагає зосередження не стільки на конкретних легітимних формальних визначниках елементів системи та підсистем в розрізі країн, скільки на формуванні та трансформації їх змісту в контексті глобалізаційної тенденції. Хоча тут має місце певний діалектичний зв'язок між такими формалізованими легітимними визначниками даних елементів та їх актуалізацією на рівні тенденції. Зрозуміло, що генезис та трансформація такого змісту буде відбуватись у конкретних легітимних формах, що і визначатиме потенційну юститубельну варіативність таких елементів в розрізі країн, тоді як спільність евентуальних координат й відповідна функціональна адаптивність до процесів глобалізації спонукатимуть до спільності у їх змістоутворенні, що і буде відображати прояв конвергенційного аспекту сутнісних рис глобалізації.

Звідси, по-третє, виникає питання про характер верифікаційних критеріїв ідентифікації глобалізаційної спільності у формуванні сучасного історичного типу центральних банків. Якщо конкретні юститубельні форми у чистому вигляді можуть

---

<sup>86</sup> Meyer L.H. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. — 2001. — №43 // [www.bis.org](http://www.bis.org).

не відображати формування відповідних елементів системи та підсистем, то тоді актуальним стає фактор спільності умов, що формують загальноекономічний та теоретичний контекст трансформації таких елементів. Варто відзначити, що однакове мета-призначення останніх у організаційно-інституціональному та функціонально-імплементційному модулі активності центральних банків, навіть за відмінної конкретної легітимної формалізації та безпосередньої мотивації до неї, створюють передумови для однакових властивостей таких елементів у політичному та макроекономічному середовищі реалізації монетарної політики. А це може розглядатись як прояв конвергенційної сили глобалізації, оскільки остання, як відомо, забезпечує формування спільності загальноекономічних умов трансформації елементів системи та підсистеми центрального банку (зокрема, поряд з їх теоретичною гносеологізацією) в розрізі країн. Зокрема, у випадку, коли в рамках трансформації певного легітимізованого історичного типу центрального банку у певній країні не відбувається формалізованого формування відповідних елементів системи та підсистем, що дозволило би чітко говорити про чинність конвергенційної тенденції, то її відстеження повинно спиратись на факт змін у поведінці монетарних органів та у поведінці політичного середовища в ставленні до їх політики в системі макрорегуляторів, тобто спиратись на факт зміни поведінкових стереотипів у сфері макроекономічних заходів.

Відповідно, такий верифікаційний критерій як спільність умов трансформації та мета-призначення ускладнюють еволюціоністський розвиток історичних типів центральних банків, в першу чергу, за рахунок того, що привносять у нього елементи полілінійності, коли адаптивні реакції на глобалізаційні процеси в розрізі країн, будучи подібними за змістом, можуть відрізнитись за формою (наприклад, юститабельною формою). До того ж, вихідний статус історичного типу центрального банку також може диференціюватись в розрізі країн, детермінуючи варіативність процесів формування елементів системи та підсистеми сучасного типу, що не заперечуватиме зміст конвергенційної динаміки, а, скоріше, відобразатиме індивідуалізований прояв адаптації. Останнє, зокрема, може зумовлюватись політико-інституціональними особливостями державної активності в

розрізі країн, що не заперечується повною мірою доктриною глобалізації і, тим більше, не підтверджується реальними фактами.

По-четверте, постає питання про характер завершеності процесів формування історичних типів центральних банків в світлі того, що конвергенційне силове поле глобалізації детермінує наближення до їх сучасного типу і ця тенденція має загальний характер в розрізі країн. Так, урядник Резервного банку Австралії С.Гренвілл ставить питання про “кінець історії” в розвитку центральних банків за аналогією з всесвітньо відомою максимом Ф.Фукуями. Відштовхуючись від ідеї про те, що суттєві зміни в системі монетарної політики та відповідної затребуваності змін в інституціональному дизайні органів грошової влади за останні 30-40 рр. відбулися під впливом теорії, Гренвілл наголошує: сучасна система центральних банків, найімовірніше не є остаточною<sup>87</sup>. Тобто, відштовхуючись від теперішніх викликів можна тільки спрогнозувати майбутні напрямки розвитку центральних банків.

У цьому сенсі теперішня тенденція до конвергенції, формуючи зближення систем та підсистем центральних банків в розрізі країн, не вичерпує можливості подальшої еволюції. Звідси випливає, по-перше, незастосовуваність системи ідеальних типів для відтворення якогось певного історичного типу органів грошової влади, по-друге, неможливість вивести критерії для екстраполяції існуючих закономірностей їх еволюції на майбутнє. Щодо останнього, то можна провести паралель з уявленнями відомого філософа К.Поппера стосовно закономірностей історичного поступу. Він стверджував, що будь-яке уявлення про майбутнє, що спирається на дедуктивно виведену схему на основі аналізу минулого, є неможливим в силу неспроможності прогнозувати хід технічного прогресу та знань: “Хід людської історії великою мірою залежить від розвитку людського знання. ... Користуючись раціональними чи науковими методами, ми не можемо передрікати майбутній розвиток наших наукових знань. ... Таким чином, ми не можемо передректи майбутній хід людської історії”<sup>88</sup>. Тобто, визнання факту того, що

---

<sup>87</sup> Grenville S. Monetary Policy: the End oh History // // BIS Review. — 2001. — №67 // [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>88</sup> Поппер К. Злиденність історизму: Пер. з англ. — К.: АБРИС, 1994. — С. 24-25.



розвиток центральних банків та здійснювана ними політика багато в чому обумовлюється пануючою економічною парадигмою, унеможлиблює чіткі уявлення про їх розвиток та характер формування їх системи та підсистем у майбутньому. Відповідно, сучасний тип органів грошової влади, незважаючи на конвергенційні детермінанти його утвердження не буде остаточним.

Розроблені методологічні засади дослідження центральних банків в умовах глобалізації дозволяють здійснити системний аналіз процесів змін їх системи і підсистем та монетарної політики в світлі трансформаційних процесів у світовому господарстві, викликаних останньою.

## **РОЗДІЛ 2. ЗАКОНОМІРНОСТІ РОЗВИТКУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У 1950-1980-х рр.**

### **2.1. Актуальні проблеми функціонування центральних банків розвинутих країн: від кейнсiанства до монетаризму**

Впродовж ХХ ст. еволюція системи центральних банків та характеру здійснюваної ними монетарної політики зазнала цілого ряду принципових зламів. Це пов'язано як зі зміною уявлень про роль монетарної політики в системі макрорегулювання з послідуєчими трансформаціями органів грошової влади, так і з еволюцією міжнародного валютного устрою, який, хоч і задає рамкові умови монетарної політики в світлі наявності зв'язків між національною та міжнародною економікою<sup>89</sup>, проте логіка змін у його середовищі походить з джерела новацій у монетарній сфері на національному рівні провідних країн.

Формування глобалізаційних процесів створює передумови для якісно нового генерування середовища реалізації монетарної політики, однак органи її здійснення та її характер еволюціонують за власним алгоритмом, що є природнім з огляду на достатньо тривалий час розвитку та сферу функціональності. Наприклад, остання (сфера) задається специфічною роллю монетарної політики у макрорегулюванні, впливі на макропроцеси національного і міжнародного рівня, комунікації з фінансовими ринками та їх інститутами, реальним сектором тощо, що, окрім того, опосередковується проявом її індивідуалізованих інституціональних та імплементаційних рис в розрізі країн, внаслідок чого можна відстежити загальні закономірності такої еволюції, встановити подібності та відмінності розвитку монетарних режимів в залежності від стану економіки та її моделі. Це визначає важливість дослідження вихідних пунктів трансформації грошово-кредитного регулювання економіки та його інституціонального каркасу в умовах глобалізації (як на рівні лінійно-просторових змін у середовищі монетарної політики та її інституціонального забезпечення, так і на рівні відстеження релевантної глобалізації конвергенційної тенденції у даній сфері), що потребує ідентифікації того якісного стану макроекономічного середовища монетарної політики (і на національному, і на

---

<sup>89</sup> Детальніше про це див.: Козюк В.В. Еволюція міжнародного валютного устрою та глобалізація у світлі трансформації пріоритетів монетарної політики // Галицький економічний вісник. — 2004. — №2. — С. 3-15.

міжнародному рівні) та її атрибутивних ознак, які хронологічно передують актуальності глобалізаційно обумовленої детермінованості системних змін у сфері функціонування та організації центральних банків.

Повоєнний розвиток центральних банків у розвинутих країнах спирався в основному на два фундаментальних чинники: утвердження кейнсіанської доктрини макрорегулювання та організація і функціонування Бреттон-вудської валютної системи. Якщо на рівні міжнародної економіки системне поєднання даних чинників опосередковувалось вибором на користь обмеження мобільності капіталів, фіксованих валютних курсів та унезалежнення монетарної політики від стану платіжного балансу і було фактично однаково обов'язковим для усіх учасників такого міжнародного валютного устрою, відображаючи збереження взаємозалежності між країнами через підтримання загально визнаних резервних активів, то на рівні національних економік реалізація прокейнсіанських доктрин могла опосередковуватись достатньо широкою варіацією технологічних особливостей у сфері імплементації монетарної політики та її інституціонального оформлення у вигляді статусу та ролі центральних банків у системі макроекономічного регулювання. Реалізація завдань з антициклічного згладжування, відображаючи принципову сутнісну рису монетарних процесів на національному рівні (а до кінця 1960-х рр. — на міжнародному) набула детермінуючого значення при формуванні подібностей у сфері функціонування центральних банків розвинутих країн. Відповідно, можна виділити ряд принципових закономірностей розвитку центральних банків у період, що передував краху бреттонвудського валютного устрою та переходу до плаваючих валютних курсів з подальшими системними зламами в організації макроекономічної політики і на рівні окремих країн, і на рівні міжнародної економіки.

Реалізації у практичній площині кейнсіанського інструментарію управління попитом, як силової вісі формування закономірностей розвитку центральних банків у зазначений період, сприяло ряд важливих макроекономічних обставин. Потреба відбудови повоєнної економіки у Європі вимагала значних фінансових та матеріальних ресурсів, концентрації капіталів та грошових потоків, а швидке

зростання впродовж 1950-х рр. на основі екстенсивних факторів, підсилених відповідним впливом на сукупний попит за набуття актуальності ефектів відкритості міжнародній торгівлі, зумовлювало утвердження номінальної інерції, коли негнучкість цін забезпечувала відновлення рівноваги за рахунок коливання реальних макрозмінних. Пасивний платіжний баланс Західної Європи щодо США (наприклад, у 1953 р. баланс поточних операцій США складав близько 0,4% ВВП, у 1955 р. — 0,5%, у 1960 — 0,9%, у 1965 — 0,8%, у 1970 — 0,2%<sup>90</sup>) та відповідна цьому нестача доларових резервів для забезпечення суттєвої монетарної експансії підсилювали статичність інфляційних процесів. Відповідно, екстенсивний розвиток та концентрація капіталів плюс підвищення інституціонального значення ролі профспілок та лівих рухів зумовлювали внутрішні передумови для формування нееластичності номінальних змінних, а платіжний профіцит США позначався на обмеженнях щодо швидкої “грошової накачки” економіки за наявності рамкових бретонвудських обмежень на монетарну експансію. Подібні тенденції були властиві і самим Сполученим Штатам, стійке зростання в яких не вимагало радикалізації контрциклічних заходів, що і демонстрували пасивні кейнсіанські макростратегії адміністрацій Рузвельта-Трумена-Ейзенхауера. Відповідно, самі кейнсіанські заходи з цілеспрямованого впливу на попит могли реалізовуватись на тлі достатньо низького цінового фону у більшості розвинутих країн, що не створювало принципових суперечностей між потребою забезпечення монетарних рестрикцій з метою контролю за інфляцією та підтриманням економічного зростання. Наприклад, динаміка інфляції у США, Німеччині та Японії у 1950-х та першій половині 1960-х рр. репрезентує табл. 2.1.

*Таблиця 2.1.*

**Динаміка інфляції у США, Німеччині та Японії у 1950-1964 рр., %**

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
США	4,7	2,9	2,8	-0,4	2,7	3,4	4,0	2,8	2,0	2,3	1,3	1,3	2,5	1,2	1,5
ФРН	5,9	3,0	-2,0	1,4	2,0	1,5	4,0	3,8	1,6	1,8	1,2	0,7	1,1	0,6	0,7
Японія	4,0	16,0	4,2	5,9	-0,1	0	3,8	1,5	0	2,0	4,2	5,9	6,1	2,1	2,6

Джерело: U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. By A.-M. Meulendyke. — N.Y.: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. — P. 212.

<sup>90</sup> Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — С. 316.

Як видно з даних табл. 2.1. середня інфляція у США за дані 15 рр. в середньому не перевищувала 2,3-2,5%%, а в Німеччині — 1,8-2,2%%. При цьому, в даних країнах тренд інфляції є більшою мірою стаціонарним, порівняно з Японією, в якій, хоч і середні значення динаміки цін будуть співмірними, проте — більш варіативними.

Тим не менше, вже з переходом у США з 1962 р. до активних антициклічних стратегій зазнали поступових змін функціональні риси монетарної політики. Базовим методологічним аргументом на користь підвищення ролі активізму в реалізації монетарних заходів виступила крива Філіпса, що відображає обернену залежність між рівнем інфляції та безробіттям. Вирахування стандартних середніх взаємозв'язків між рівнем інфляції та безробіттям такими відомими економістами як А. Оукен, П. Самуельсон та Р.Солоу почало сприйматись як імператив макроекономічної політики тонкого налаштування. Наприклад, Оукен доводив, що зміна рівня безробіття на 1% призводить до зміни ВВП на 2%, зменшення інфляції на 1% призводить до зменшення ВВП на 5%, отже зменшення інфляції на 1% призведе щорічно до збільшення безробіття на 2,5%. З точки зору Самуельсона та Солоу, забезпечення інфляції на рівні 4,5% щорічно дозволить обмежити безробіття на рівні 5,5%. Наприклад, Р.Л.Міллер та Д.Д.Ван-Хуз, змальовуючи еру домінування кейнсіанського погляду на макроекономічну стратегію, пишуть, що: “Це був час, коли економісти отримували завдання як “точні налаштувачі” економіки. Образно кажучи, крива Філіпса, запропонована кейнсіанською моделлю, свідчила, що органи влади можуть вказати економістам необхідний рівень безробіття. Економісти у свою чергу зможуть розрахувати необхідний для досягнення цього рівень інфляції”<sup>91</sup>.

З одного боку, крива Філіпса, визначивши парадигмальні рамки побудови каркасу монетарної політики практично впродовж двох десятиліть, емпірично простежувалась. Так, у США впродовж 1960-х рр. мала місце наступна закономірність: у 1961 р. рівень безробіття — 6,9%, а рівень інфляції — 0,8%, у 1962 р., відповідно, — 5,5% та 0,9%, у 1963 — 5,9 та 1,4, у 1964 — 5 та 1,2, у 1965 — 4,6

---

<sup>91</sup> Міллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 574.

та 2,8, у 1966 — 3,9 та 3,2, у 1967 — 4 та 2,9, у 1968 — 3,8 та 4,6, у 1969 — 4 та 6,1<sup>92</sup>. З іншого боку, гіпотеза цільового конфлікту між рівнем інфляції та безробіттям не розділялась однаковою мірою в усіх розвинутих країнах. Наприклад, у 1967 р. у ФРН був прийнятий закон “Про інтенсифікацію економічного зростання”, який виділив дві основні цілі економічної політики в цій країні: стабільний рівень цін та високий рівень зайнятості<sup>93</sup>, а статус Бундесбанку, ухвалений у 1959 р., передбачав його завданням тільки забезпечення грошової стабільності. Фактично, постановка питання у такому ракурсі ігнорує достатньо широко відому на той час концепцію обумовленості безробіття низьким інфляційним фоном. Тобто, можна допустити, що більшість німецьких економістів, які стояли біля розробки даного закону, ігнорували теоретичну доказовість цільового конфлікту між політикою забезпечення високої зайнятості та політикою стабільності цін. А, отже, існували інші, альтернативні кейнсіанським, аргументи на користь визначення конфігурації домінант безконфліктного досягнення високої зайнятості та низької інфляції, навіть на тлі прокейнсіанських поглядів німецького канцлера Г.Шмідта (ствердження якого, про те, “що краще мати 5% інфляції, ніж 5% безробіття”, стало символом макроекономічної доктрини цілого покоління економістів). У Канаді Економічна Рада, заснована у середині 1960-х рр., пропагувала закріплення за центральним банком цієї країни завдання забезпечення цінової стабільності та ігнорувала віру у можливість оберненого взаємозв'язку між інфляцією та безробіттям у довгостроковому періоді. Як стверджує Д.Додж, Голова Банку Канади, констатуючи відсутність проблеми макроекономічного вибору на користь інфляції чи безробіття, існувала проблема вибору номінального якоря макроекономічної політики в умовах, коли популярна модель Манделла-Флемінга давала рецепти короткострокової стабілізаційної політики, ігноруючи проблему динаміки цін, а монетаризм визначав тільки контроль за грошовими агрегатам єдиною можливим ефективним засобом забезпечення позитивної безінфляційної макроекономічної ситуації<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> Там же. — С. 574.

<sup>93</sup> Детальніше див.: Геблер И. Макроекономика / Пер. с нем. — К.: НМК ВО, 1993. — С. 318-319.

<sup>94</sup> Dodge D. The Interaction between monetary and fiscal policies // BIS Review. — 2002. — №28. — P. 1-10.

З огляду на те, що специфікація цільових параметрів монетарної політики практично у кожній країні-учасниці Бреттон-вудських угод не могла визначатись суто контрциклічними міркуваннями в рамках застосування інструментарію управління попитом в чистому вигляді, то це створювало передумови для того, що рішення центральних банків у коротко- та середньостроковій перспективі ставали безсистемними, дискреційними. З одного боку цьому сприяла відсутність чітких інституціональних рамок, що забезпечували би легітимізацію монетарного вибору (окрім, скажімо, Німеччини), з іншого, — підтримання режиму фіксованих курсів так чи інакше задавало параметри можливого макроекономічного маневру, зокрема, послаблюючи роль затребуваності інституціонального захисту центральних банків, залишаючи їх з виключно бреттонвудською інверсією механічного підтримання незалежності органів грошової влади, відому з часів міжнародного золотого стандарту. Так, до основних детермінант перманентної дискреційності монетарних рішень даного періоду слід віднести:

по-перше, накладання двох цільових конфліктів монетарної політики: підтримання фіксованих курсів та почергова мінімізація безробіття та інфляції. У випадку з повною закритістю економік дана проблема не стояла би так гостро. Проте, поживлення мобільності капіталів у 1960-х та поступове і неухильне зростання частки міжнародної торгівлі у ВВП більшості країн світу загострювало проблему вибору між внутрішніми та зовнішніми макроекономічними цілями. Якщо процентні ставки опускались з метою стимулювання зайнятості, то підвищувався тиск на резервні активи, що вимагало активізації дефляційних заходів з метою підтримання фіксованих курсових співвідношень. А це погіршувало можливості у сфері управління попитом та цільового вибору щодо рівнів інфляції та безробіття;

по-друге, невизначеність щодо тактичного горизонту формулювання політики в світлі конфліктності цілей у сфері забезпечення внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Так, тривалий історичний період функціонування системи фіксованих валютних курсів позначився на тому, що операційний горизонт монетарної політики не мав принципового системного зв'язку з кінцевими макроекономічними цілями. Здійснення операцій відкритого ринку та рефінансування через дисконтне вікно з

метою встановлення бажаної процентної ставки підпорядковувалось завданню захисту резервів з метою підтримання фіксованих курсів валют. Якщо до цього додати автоматизм припливу та відпливу капіталів, то потреба у навіть середньостроковому плануванні монетарних рішень для досягнення кінцевих макроекономічних цілей відпадала. Повоєнна організація інструментів монетарної політики, на відміну від ери золотого стандарту та міжвоєнного періоду, ускладнилась за рахунок впровадження мінімальних обов'язкових резервів, зміна рівня яких сигналізувала про зміну загального напрямку монетарних рішень, і панівна роль яких в методології грошово-кредитного регулювання в розрізі країн варіювалась в залежності від розвитку та специфіки функціонування фінансових ринків ( в першу чергу ринків державного боргу), організації банківської системи та схильності до застосування прямих (адміністративних важелів) впливу на грошовий ринок в рамках заходів з макроекономічного програмування чи в подібних дирижистських системах. Бретон-вудська система, зберігши основні риси попередніх міжнародних монетарних устроїв, не тільки не вплинула на зміну стереотипів поведінки на тактичних горизонтах, а, навпаки, посилила дискреційність рішень центральних банків, які змушені були відігравати відповідну роль у акомодатії фіскальним заходам з впливу на сукупний попит. Відповідно, напрям операцій відкритого ринку та масштабів переоблікових операцій визначався потребою у маневруванні між необхідністю захищати чи стерилізувати резерви та вибором щодо цільових значень інфляції та безробіття.

Так, перехід до активістської політики Кеннеді-Джонсона з 1962 р. тільки загострив проблему цільового конфлікту між забезпеченням внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Для США дана проблема зводилась до того, що посилення фіскальних дисбалансів на тлі цілеспрямованих заходів по стимулюванню ділової кон'юнктури супроводжувалось швидким розширенням грошової пропозиції (наприклад, якщо у 1960 р. зростання грошового агрегату М1 склало 0,5% на рік, у 1961 р. — 2,9%, у 1962 — 1,8%, то вже з 1963 р. зростання М1 практично подвоїлось у щорічному вимірі (окрім 1966 р., коли воно склало 2,8%), не опускаючись



позначки в 4-6% вповодж декількох десятиліть підряд<sup>95</sup>), що, у свою чергу, посилювало проблему платіжного балансу. Саме на початок 1960-х рр. припав вплив капіталів до Західної Європи, а вже до початку 1970-х рр. платіжний баланс США суттєво погіршився (див. табл. 2.2.).

Таблиця 2.2.

**Міжнародні операції США, 1960-1975 рр., млрд. дол.**

Рік	Експорт товарів та послуг	Імпорт товарів та послуг	Баланс торгівлі	Баланс торгівлі та послуг	Поточний рахунок	Зростання (-) офіційних резервів	Зростання (+) офіційних вимог
1960	31	24	5	7	3	2	1
1961	31	23	6	8	4	1	1
1962	33	26	5	8	3	2	1
1963	36	27	5	9	4	0	2
1964	40	29	7	11	7	0	2
1965	43	33	5	10	5	1	0
1966	46	38	4	8	3	1	-1
1967	49	41	4	8	3	0	3
1968	55	49	1	6	1	-1	-1
1969	60	54	1	6	0	-1	-1
1970	68	60	3	8	2	2	7
1971	72	66	-2	6	-1	2	27
1972	82	79	-6	3	-6	0	10
1973	113	99	1	14	7	0	6
1974	148	137	-6	11	2	-1	11
1975	158	133	9	25	18	-1	7

Джерело: Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 408.

Зокрема, дискреційність політики ФРС у даний період посилилась з огляду на перехід до структурного впливу на грошовий ринок, що полягало у збереженні короткострокових ставок високими, а довгострокових — низькими, і зумовлювалось потребою запобігти впливу капіталів та потребою стимулювання інвестицій для забезпечення економічного зростання. Для країн Західної Європи гостро постала проблема експорту інфляції та стерилізації доларових резервів, що накладалося на власні циклічні флуктуації, намагання мінімізувати які вже не могло реалізуватись, оскільки резерви підвищення цін були вичерпані експансивною політикою ФРС та потребою підтримання фіксованих валютних курсів. Якщо прийняти до уваги те, що бретонвудські зобов'язання забезпечували фіксацію курсів, то дискреційність та

<sup>95</sup> Федеральна резервна система сьогодні: Пер. з англ. — Львів: Видавнична група НТШ, 1996. — С. 81. Зауважимо, що до 1959 р. вимір грошової пропозиції через обрахунок величини грошових агрегатів не існував.

відсутність чітких зв'язків між цільовими монетарними та кінцевими макроекономічними змінними стала панівною тенденцією грошово-кредитної політики центральних банків розвинутих країн у даний період, незважаючи на їх акомодативне позиціонування в системі макроекономічного регулювання. Наприклад, колишній функціонер ФРС А.Бродіс стверджує: “Саме зараз можна сказати, що аж до 70-х років ФРС не мала чіткої добре відпрацьованої стратегії для проведення монетарної політики”<sup>96</sup>. Зазначені тенденції даного періоду властиві практично усім центральним банкам особливо розвинутих країн, що є об'єктивним проявом внутрішньої суперечності між намаганням зберегти затребуваність екзогенних чинників монетарної політики на тлі підвищення її ролі в забезпеченні внутрішньої рівноваги.

Монетарна експансія кінця 1960-х рр. та розвал Бреттон-вудської валютної системи позначились на формуванні нових фундаментальних факторів функціонування центральних банків.

По-перше, послаблення стримуючої ролі фіксованих курсів та прив'язки внутрішньої грошової пропозиції до резервних активів на тлі загострення структурних та циклічних проблем детермінувало прискорене зростання грошової маси (див., табл. 2.3. та, наприклад, додаток А, табл. А1 та А2).

*Таблиця 2.3.*

**Зростання грошової пропозиції в окремих розвинутих країнах, % в рік**

Країна	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
США	5,6	4,4	4,8	6,6	8,0	8,3	7,0	6,6
Велика Британія	5,1	10,8	18,0	1,2	21,7	16,3	9,1	4,0
Канада	11,1	5,8	23,1	1,9	11,7	8,3	3,7	10,5
Франція	9,7	11,6	16,6	7,3	11,7	11,1	12,8	6,9
ФРН	2,6	10,9	13,5	3,9	1,4	14,3	4,2	3,8
Італія	24,2	11,0	12,2	19,7	21,4	25,8	24,4	13,5
Японія	16,8	8,6	11,2	13,0	7,1	10,8	7,9	-1,5

Джерело: Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 574.

З даних у зазначених таблицях видно, що прискорене зростання грошової маси мало місце практично впродовж усіх 1970-х рр. Особливо експансивними монетарні

<sup>96</sup> Бродіс А. Буквар діяльності ФРС // Федеральна резервна система сьогодні: Пер. з англ. — Львів: Видавнича група НТШ, 1996. — С. 49.

політики були в Італії та Великій Британії, менш експансивними у Канаді, Японії та Франції і США, а найбільш виваженим був курс Бундесбанку ФРН, який, як вже зазначалось, мав найбільший рівень інституціонального захисту своєї незалежності. Прив'язка внутрішньої грошової пропозиції до резервних активів за фіксованих валютних курсів все ж таки хоча б частково виконувала роль рамкових засобів макроекономічної стабілізації у автоматичному режимі. Перехід до плаваючих курсів з 1973 р. позбавив центральні банки будь-якого номінального якоря монетарної політики, що, хоч частково і зняло проблему цільового конфлікту між політикою, зорієнтованою на внутрішню рівновагу, та політикою, зорієнтованою на підтримання зовнішнього балансу, тільки загостило проблему дискреційності. Якщо за часів Бреттон-вудської системи дискреційність була вимушеною з огляду на конфліктність цілей політики, отже, скоріше відображала флуктуації політичних кроків на коротко- та середньострокових горизонтах, то на початку 1970-х рр. вона обумовлювалась намаганнями вирішення проблеми циклічних коливань за умов, коли екзогенні рестрикції на монетарну експансію втратили чинність, — вона почала відображати внутрішній зміст організації грошово-кредитного регулювання.

По-друге, нафтові шоки 1974 та 1978 рр. та рецикляція нафтодоларів (з чим найбільшою мірою зіткнулись центральні банки Німеччини та Швейцарії) загостили структурні диспропорції у більшості розвинутих країн. На тлі збереження тенденції номінальної негнучкості цін, їх зростання поглибило траєкторію економічного спаду, проблему чого вже не можливо було вирішити з допомогою стандартного кейнсіанського інструментарію з антициклічного згладжування.

По-третє, обернений зв'язок між безробіттям та інфляцією більше не був властивий для економіки більшості країн. До середини 1970-х рр. стагфляція стала однаково властива тією чи іншою мірою усім розвинутим країнам. Відомі економісти К.Макконнелл та С.Брю, описуючи руйнацію залежності, що відображається кривою Філіпса, зауважують: “Ця проста кейнсіанська модель забезпечувала добротне пояснення механізму макроекономічного функціонування протягом чотирьох десятиліть до 1970-х років. Велику депресію, інфляційний бум

періоду Другої світової війни та більшість піднесень та спадів у 1950-х і 1960-х роках можна було тлумачити і добре зрозуміти у межах контексту кейнсіанського аналізу. Однак в 1970-х роках ця ситуація змінилась. Співіснування інфляції та безробіття, тобто одночасне зростання безробіття і рівня цін стало звичним явищем і перетворилось в головну макроекономічну проблему 1970-х і початку 1980-х років<sup>97</sup>. Так, у США, Німеччині та Канаді динаміка інфляції та безробіття набула яскраво вираженого однакового спрямування; менше виражено вона мала місце у Франції та Великій Британії, а в Італії та Японії суттєве зростання інфляції спостерігалось на тлі незначного, але стабільного поступового підвищення рівня безробіття.

Виникнення феномену стагфляції та руйнація емпіричних зв'язків між параметрами кривої Філіпса потребувало зміни засадних орієнтирів монетарної політики, оскільки рішення центральних банків більше не замикались у традиційному колі альтернативності між зайнятістю та стабілізацією цін. Аргументи на користь того, що стагфляція була спричинена нафтовими шоками, спростовує М.Фридмен, який стверджує, що перші яскраві ознаки невідповідності емпіричної ситуації навколо альтернативності між інфляцією та безробіттям почали спостерігатись практично за рік до першого нафтового шоку, тобто ще до 1973 рр.<sup>98</sup>, отже фактор посилення номінальної негнучкості за зростання цін на енергоносії не повинен кластись в основу пояснення фундаментальних змін у макроекономічній сфері.

По-четверте, перехід до плаваючих курсів одразу позначився на появі середньострокових різноспрямованих трендів валют провідних країн, траєкторії яких визначались декількома факторами: ставлення ринків до завищеного курсу долара, що сформувався у останні роки функціонування Бреттон-вудської системи; оцінка ринками поточної та прогнозованої монетарної політики в світлі інтерпретації зв'язків між характером грошової пропозиції та динамікою курсових співвідношень. Це так чи інакше позначилось на значній девальвації долара

---

<sup>97</sup> Макконнелл К., Брю С. Макроекономіка. / Пер. з англ. — Л.: Просвіта, 1997. — С. 420.

<sup>98</sup> Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 148.

впродовж 1970-х та, відповідно, значній ревальвації курсів більшості західноєвропейських країн щодо американської валюти. Більше того, руйнація бретонвудського устрою поставила на порядок денний питання про актуальність приватних потоків капіталу при розв'язанні проблеми фінансування дефіцитів платіжного балансу та валютних курсів.

Якщо за попереднього міжнародного монетарного устрою підсумкове врівноваження платіжних балансів могло забезпечуватись за рахунок операцій з офіційними резервними активами, то у світлі вільного курсоутворення не існувало суттєвих перепон для підвищення значущості приватних потоків капіталу при врівноваженні структурних дефіцитів платіжного балансу. Наростаючі обсяги міжнародної торгівлі, розвиток міжнародного банківського бізнесу та євrorинків позичкового капіталу позначався на підвищенні корельованості процентних ставок на різних національних ринках, незважаючи на збереження головних структурних рис системи контролю за рухом капіталів у міжнародному масштабі. Відповідно, проблема орієнтації на зовнішню рівновагу могла вирішуватись тою мірою, якою наростаюча мобільність капіталів дозволяла підтримувати цільові валютні курси безвідносно до потреби вдаватись до дефляційних кроків (які могли не співпадати з вектором ділового циклу) для вирівнювання платіжних балансів. Зрозуміло, що підвищення ролі приватних потоків капіталу, з одного боку, консервувало проблему структурних платіжних дисбалансів, адже вони могли, принаймні у середньостроковій перспективі, підтримуватись без суттєвих змін монетарного курсу, а з іншого, — модифікувало характер системної взаємозалежності національних економік у міжнародному масштабі, наближаючи його за змістом до того, який сформувався за часів золотого стандарту і став сутнісною рисою першої хвилі глобалізації. Відповідно, нагромаджений рівень взаємозалежності у середовищі міжнародної економіки, що сформувався по каналах розвитку торгівлі, підсилюючись підвищенням ролі мобільності капіталів, детермінував розходження між очікуваним рівнем автономії внутрішньої грошової пропозиції, забезпечуваної переходом до ринкового курсоутворення, та фактичним, що визначався

наростаючою відкритістю національних економік міжнародній торгівлі та руху капіталів.

Проте, панівною тенденцією розвитку монетарних процесів у доглобалізаційний період став так званий феномен інфляційного зміщення, який відображає зростання рівня інфляції в цілому по світу, і в першу чергу в розвинутих країнах (див. табл. 2.4.). Наприклад, Ст.Фішер зауважує: “До кінця 70-х рівень інфляції у Сполучених Штатах, так само як і у Франції, Об’єднаному Королівстві, Італії та Канаді, були вище за будь-які мислимі рівні, які могли бути виправдані з позиції аналізу переваг та недоліків інфляції. Економісти не помилились, назвавши такі явища інфляційним зміщенням економічної політики”<sup>99</sup>. Сам Фішер пояснює таку ситуацію, спираючись на три детермінанти інфляційного зміщення, а відомий американський дослідник центральних банків А.Цукерман — на чотири<sup>100</sup>.

Таблиця 2.4.

**Динаміка інфляції у окремих розвинутих країнах, 1966-1980 рр.**

Роки	США	Британія	Канада	Франція	ФРН	Італія	Японія
1966	3,2	3,6	-	2,8	3,4	2,1	-
1967	3,1	2,6	-	2,8	1,4	2,1	-
1968	4,8	4,6	-	4,4	2,9	1,2	-
1969	5,1	5,2	-	6,5	1,9	2,8	-
1970	6,8	6,5	-	5,3	3,4	5,1	-
1971	5,3	9,7	-	5,5	5,3	5,2	-
1972	3,8	6,9	-	6,2	5,5	5,3	-
1973	6,2	9,2	7,6	7,3	6,9	10,8	11,7
1974	11,1	16,0	10,9	13,7	7,0	19,1	24,5
1975	9,1	24,2	10,8	11,8	6,0	17,0	11,8
1976	5,7	16,5	7,5	9,6	4,5	16,8	9,3
1977	6,5	15,8	8,0	9,4	3,7	17,0	8,1
1978	7,6	8,3	8,9	9,1	2,7	12,1	3,8
1979	11,3	13,4	9,2	10,8	4,1	14,8	3,6
1980	13,5	18,0	10,2	13,6	5,5	21,2	8,0

Джерело: Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 552, С. 556, С. 573.

По-перше, до інфляційного зміщення політики і згідно Фішера і згідно Цукермана призводить сеньйораж, що провокується перманентними бюджетними дефіцитами, які після Другої світової війни та, враховуючи їх канонізацію як

<sup>99</sup> Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064. — P. 29.

<sup>100</sup> Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.

макроекономічних регуляторів кейнсіанством, стали хронічним явищем в економіці розвинутих країн.

Зауважимо, що ліквідація фіксованих валютних курсів на рівні міжнародного монетарного устрою розглядалась як виклик необхідності підтримання відносно збалансованих бюджетів. Тобто, якщо бретонвудський устрій зберігав дисциплінуючі макроекономічну експансію структурні елементи, то перехід до плаваючих курсів скасував бодай-якісь екзогенні рестрикції на можливості нарощування дефіцитного фінансування. Потреба в останньому загострилась саме у 1970-х, коли стагфляція та економічний спад утвердили структурний характер бюджетних дефіцитів у більшості розвинутих країн. І хоча обсяги сеньйоражу на покриття бюджетного дефіциту достатньо не значні і коливались впродовж 70-х рр. на рівні 1-3% ВВП, він все одно залишався значним фіскальним ресурсом бюджету, хоча б тому, що забезпечував в середньому від 6% до 10% бюджетних надходжень.

Окрім міркувань фінансування бюджетного дефіциту, фіскальний аспект проблеми інфляційного зміщення також полягає у тому, що з допомогою грошової пропозиції певною мірою можна вирішувати проблему державного боргу, який особливо стрімко почав зростати саме в цей період. Так, збільшення грошової пропозиції та пожвавлення інфляції здешевлюють номінальну вартість державних боргових зобов'язань, через що обсяг податкових надходжень, що спрямовується на боргові виплати, зменшується. Також важливо відмітити принципову роль самого характеру монетарної політики. Якщо економічні агенти будуть очікувати збільшення грошової пропозиції та пожвавлення інфляції, то, зрозуміло, вони відобразять такі ризики у процентних ставках, через що ефективність монетарних засобів вирішення боргових проблем знизиться. Проте, у випадку, коли центральним банком створюється непередбачена інфляція, з'являється реальна можливість зменшити номінальну вартість боргу, оскільки ризик такої інфляції не був передбачений при визначенні ринками процентних ставок. До подібних висновків приходять і сучасна фіскальна теорія інфляції, положення якої зводяться до того, що проблема державного боргу і майбутніх виплат забезпечується не стільки за рахунок збільшення податків у майбутньому, скільки за рахунок того, що

інфляція в країні буде на рівні, достатньому для забезпечення довгострокової платоспроможності без ризику дефолту. Тобто, обмежені можливості та негативні податкові наслідки проведення рикардіанської боргової політики нівелюються за рахунок орієнтації на монетарний фактор вирішення боргових проблем.

По-друге, фактором інфляційного зміщення є організація монетарної політики центральних банків більшості розвинутих країн на основі таргетування як проміжної цілі процентної ставки.

Основним аргументом на користь такої побудови каркасу монетарних рішень скоріше за все є кейнсіанська риторика про необхідність забезпечувати зниження процентних ставок для стимулювання інвестиційної активності та загальний акомодативний характер побудови грошово-кредитних макроекономічних регуляторів. До того ж, забезпечення обмежень на коливання процентних ставок достатньо добре вписується в загальну парадигму антициклічного згладжування, зважаючи на те, що пропозиція грошової маси автоматично визначатиметься фактором циклічності розвитку економіки і відповідною реакцією на це з боку центрального банку. Оскільки здійснення грошової пропозиції покликано реагувати на шоки грошового попиту в напрямку згладжування коливань процентної ставки, то з'являється проблема індетермінованості інфляції. Тобто, в рамках таргетування процентної ставки рішення щодо обсягу грошової маси не можуть обмежуватись міркуванням їх прив'язки до якоїсь іншої макроекономічної змінної. В результаті грошова пропозиція здійснюється в режимі, який унеможлиблює врахування існуючих зв'язків між інфляцією і певним номінальним якорем, наприклад — обсягом грошової маси. З огляду на те, що грошова пропозиція не позначається на величині номінального якоря, інфляція виходить з під контроль. Зазначена проблема додатково поглиблюється ще двома обставинами. Реагуючи на шоки грошового попиту, центральний банк скоріше буде їх посилювати, наприклад через пожвавлення інфляції в економіці, яка знаходиться в стані росту ВВП. Також, орієнтація центрального банку на таргетування процентної ставки може сформувати очікування зростання інфляції в майбутньому. Через це, ринкові ставки



зростатимуть, а збільшення грошової пропозиції для їх зниження ще більше поглиблюватиме проблему зростання цін.

По-третє, причиною інфляційного зміщення монетарної політики є так звана її часова (динамічна) інконсистентність, теоретична аргументація якої наведена у розділі 1.2. В даному випадку, відсутність довіри до монетарної політики, яка з'являється з огляду на усвідомлення ринковими агентами можливості створення непередбачуваної інфляції за для вирішення проблеми безробіття у короткостроковому періоді, спонукає до завищення рівноважних цін. Якщо прийняти до уваги, що під час кризи бретонвудського устрою впродовж кінця 1960-х початку 1970-х рр. більшість центральних банків, у першу чергу ФРС, по декілька разів змінювали напрям монетарної політики в світлі дилеми пріоритетів внутрішньої та зовнішньої рівноваги, а розрив із золотом та нарощування структурних диспропорцій усвідомлювались як фактори, що унеможливають стриманість органів грошової влади, то чинник довіри до центральних банків переконливо актуалізується при визначенні інфляційних траєкторій.

Зазначені три фактори інфляційного зміщення виділяються спільно і Фішером і Цукерманом. Що ж стосується четвертого фактору, на якому наголошує тільки Цукерман, то це — функціонування системи фіксованих валютних курсів в рамках Бретон-вудської валютної системи. В даному випадку проблема зводиться до того, що зростання грошової пропозиції в центрі резервної валюти (США) для досягнення завдань забезпечення внутрішньої рівноваги збільшує пропозицію такої резервної валюти на світових ринках. Оскільки курси усіх інших валют щодо резервної фіксовані, то з метою недопущення ревальвації національних грошових одиниць і руйнації встановлених паритетів центральні банки інших країн повинні розширити власну грошову пропозицію. За рахунок такого вирівнювання курсів створюються передумови для імпорту інфляції, а загальний ціновий фон у всіх країнах зростає.

Варто відзначити, що перехід до плаваючих курсів не вирішив цю проблему повністю. З одного боку, нарощування грошової пропозиції у США наприкінці 1960-х початку 1970-х позначилось на підвищенні рівнів інфляції в усіх розвинутих країнах через дію вище окресленого механізму. Проте руйнація системи фіксованих

курсів відбувалась на тлі підвищення рівня взаємозалежності національних економік (на відміну від досвіду міжвоєнного періоду, коли міжнародна торгівля та мобільність капіталу були обмеженими, або ж зведеними до мінімуму), внаслідок чого девальвація/ревальвація, позначаючись на оберненому розвитку експорту/імпорту країн-партнерів, справляла вплив на обернену динаміку реальних макроекономічних змінних. Відповідно, монетарний клин у зазначений зв'язок не вирішував повною мірою проблему імпорту/експорту інфляції у випадку експансивних/рестриктивних кроків центральних банків іншої країни. Дана проблема ще більшою мірою загострювалась коли зовнішній тиск на національну монетарну політику асиметрично накладався на внутрішній циклічний розвиток окремої країни.

Руйнація бретонвудського устрою та занепад кейнсіанства як провідної макроекономічної доктрини детермінували трансформацію системи та підсистемних остовів функціонування центральних банків. Наприклад, відомий російський дослідник центральних банків С.Мойсеев зауважує, що “розпад Бретон-вудської системи як не можна більше сприяв поширенню монетаристської концепції у грошово-кредитній сфері — відмова від таргетування валютного курсу підштовхнула грошову владу до перегляду операційного інструментарію центрального банку”<sup>101</sup>.

Проте, подібний висновок не враховує факту фундаментальних змін у середовищі функціонування центральних банків (як в аспекті визначення місця та ролі монетарної політики у внутрішній макроекономічній стратегії, так і в аспекті її цільового та функціонального зв'язку з структурними компонентами міжнародного валютного устрою). Якщо на рівні системи центробанків основні трансформації відбулись щодо характеру автономності визначення грошової пропозиції, то макроекономічні труднощі 1970-х та монетаристська відповідь на них докорінно змінили обличчя органів грошової влади у розвинутих країнах, забезпечивши появу нового історичного типу центрального банку.

---

<sup>101</sup> Мойсеев С. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. — 2002. — № 9. — С. 98.

Нормативним втіленням монетаристської доктрини у практику функціонування центральних банків можна назвати загальну тенденцію до переходу в режим таргетування грошової маси у цей період. І загальність даної тенденції, і її інноваційна значущість у світлі трансформації центральних банків у середині 1970-х рр. потребує більше детального аналізу утвердження даного режиму грошово-кредитної політики. Так, як вже зазначалось, таргетування процентної ставки і як операційний елемент монетарної політики, і як структурний компонент визначення її ролі в системі макроекономічного механізму відображало утворення зв'язної ланки між контрциклічними заходами в розрізі країн та підтриманням фіксованих валютних курсів. Оскільки в кейнсіанських моделях номінальні величини ототожнювались з реальними з огляду на негнучкість цін, то потреба пошуку цільової макроекономічної змінної, рух якої би уособлював зв'язок з динамікою інфляції, відпадала автоматично. Проте, інфляційне зміщення монетарної політики поставило на порядок денний пошук нових операційних регуляторів грошової пропозиції. Так, ФРС ще у 1966 р. почала здійснювати м'яке таргетування грошового агрегату M1, з огляду на те, що його динаміка відображала також і попит на гроші, виражений через рух реального ВВП та процентну ставку, котра таргетувалась у більш широкому макроекономічному контексті.

Однак більш радикальні новації у реалізації монетарної політики відбулись під впливом утвердження уявлень М.Фрідмена та його послідовників, що стали класичними (адаптивні очікування: альтернативність між інфляцією та безробіттям можлива лише у короткостроковому періоді, в якому збереження негнучких цін є наслідком відсутності адекватного поширення інформації між учасниками ринку праці; неможливість стабілізації економіки у довгостроковому періоді з огляду на нейтральність грошей, а неадекватність між очікуваною та фактичною інфляцією створює передумови тільки для ефективної короткострокової стабілізації, за якою слідуватиме пошкваллення цін; існування цілого набору лагів, які унеможливають відповідність між ефективними монетарними намірами *ex ante* та *ex post*, що потребує здійснення політики на основі правила стабільної грошової пропозиції, незважаючи на шоки ВВП, неефективність фіксованих курсів, оскільки їх

підтримання послаблює стабілізаційні ефекти сталих темпів приросту грошової маси, або запобігає їх підтриманню тощо), та так званої “Сент-Луїстської контрреволюції”.

Фахівці Федерального резервного банку м. Сент-Луїс Л.Андерсен та Дж.Джордан виявили, що стабілізація економіки з допомогою грошово-кредитного інструментарію може відбуватись не тільки у довгостроковому періоді, як передбачав класичний монетаризм, але і у короткостроковому, тобто коливання реального та номінального ВВП визначаються грошовою пропозицією, а вплив фіскальної політики на стабілізацію виробництва є незначним, порівняно з монетарною<sup>102</sup>. У наступній роботі у даному напрямку Л.Андерсен та К.Карлсон запропонували власний варіант монетаристської стабілізації економіки, спираючись на виявлений зв'язок між грошовою пропозицією та динамікою ВВП, зайнятості, процентних ставок та інфляції<sup>103</sup>, згідно якого маніпулювання грошовою пропозицією дозволяє забезпечувати не тільки бажаний вплив на рівень інфляції, але й на реальний ВВП. Відповідно, з практичної точки зору це означало, що монетарна політика повинна спиратись на забезпечення досягнення цільового приросту грошової маси, який забезпечить низький інфляційний фон для реального економічного зростання.

Реалізуючи на практиці монетаристські рекомендації, ФРС на початку 1970-х рр. запровадила таргетування вузьких грошових агрегатів як проміжних цілей монетарної політики, а за операційну ціль була обрана процентна ставка. В подальшому, таргетування грошових агрегатів ФРС набуло інституційно закріплених форм, відображаючи стурбованість та політичну затребуваність боротьби з надмірним інфляційним розширенням 1970-х. Згадуваний функціонер ФРС Бродіс так змальовує законодавчо закріплений перехід центрального банку США до режиму таргетування грошових агрегатів: “... зростання темпів інфляції та інші труднощі цього десятиліття змусили Федеральну резервну систему розширити її горизонти під час формулювання політики. Крім того, зростання впливу

---

<sup>102</sup> Andersen L., Jordan J. Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1968. — №50. — P. 11-24.

<sup>103</sup> Andersen L., Carlson K. A Monetarist Model for Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1970. — №52. — P. 7-25.

монетаристської концепції в середовищі професійних економістів, серед політиків і членів Конгресу, можливо, змусили ФРС приділяти більшу увагу... поведінці грошових агрегатів під час проведення політики. Цей процес досягнув кульмінації у 1975 р. в прийнятті спільної резолюції 133, в якій Конгрес висловив своє розуміння того, як ФРС повинна керувати довгостроковим зростанням грошових і кредитних агрегатів. Це зростання повинне узгоджуватися з широкими економічними цілями країни. Федеральна резервна система визначала завдання для зростання внутрішньої грошової маси за кілька років до прийняття цієї резолюції. Проте після її прийняття ФРС почала повідомляти про ці завдання Конгресу відкрито. У 1978 р. закон про повну зайнятість і збалансоване зростання (закон Гемфрі-Хокінса) зробив вимоги даної резолюції законом”<sup>104</sup>. Незважаючи на це, ефективна стабілізація інфляції американському центральному банку вдалась тільки з приходом нового керівника П.Волкера, який у 1979 р. запропонував більш радикальний підхід до таргетування грошової маси через зміну операційних цілей.

У Німеччині перехід до системи таргетування грошової маси більш яскраво відображає проблему пошуку нового номінального якоря для стабілізації інфляції в умовах краху системи фіксованих валютних курсів. Наприклад, фахівці Бундесбанку стверджують: “... невідповідно, що коли з початку 70-х років, коли інфляційні тенденції у світовому масштабі набули нової динаміки... перед Федеральним банком настійливо постало завдання знаходження прийнятних монетарних індикаторів та проміжних цільових величин. ... Ситуація ще більше ускладнювалась тим, що зовнішньоекономічні обставини, які стали результатом припинення існування у 1973 році системи твердих валютних курсів, викликали великі сумніви у довгостроковій жорсткій грошовій політиці. ... Федеральний банк... обрав річну цільову величину темпу приросту грошової маси як публічний показник своїх політичних намірів зі стабілізації”<sup>105</sup>. Так, у 1974 р. Бундесбанк перейшов до

---

<sup>104</sup> Бродіс А. Буквар діяльності ФРС // Федеральна резервна система сьогодні: Пер. з англ. — Львів: Видавнича група НТШ, 1996. — С. 49.

На виконання даного закону ФРС розробила офіційну методику таргетування грошових агрегатів для представлення цільових значень їх приросту парламенту. Детальніше див. про це нашу працю: В.В.Козюк. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль, Астон, 2001. — С. 86-107.

<sup>105</sup> Німецький Федеральний банк. Денежно-політичні задачі та інструменти / Спеціальні видання Німецького Федерального банку. — №7. — Франкфурт-на-Майне, 1993. — С. 93.

режиму таргетування грошової маси, вираженого через встановлення цільових інтервалів грошової бази, яка у 1975 р. була замінена на грошовий агрегат МЗ, який є більш репрезентативним при виявленні загальних тенденцій витрат в економіці, що співвідносяться з економічним потенціалом країни, тобто відображають середньостроковий тренд ВВП та інфляції. Перехід до таргетування широкого грошового агрегату супроводжувався підвищенням цільового значення його приросту в середньому на 0,5% в рік аж до 1984 р. з огляду на потребу компенсації номінальної інерції, яка зберігалась в умовах, коли монетарна політика здобувала довіру до себе.

Важливо відмітити, що оголошення цільових орієнтирів приросту грошової маси означало привнесення нових елементів у комунікацію центральних банків з ринками. З одного боку, останні отримували сигнал про наміри монетарних органів, відповідно до якого планування діяльності та позиція на переговорах щодо заробітної плати мали відображати синхронне наближення до рівноважного стану економіки поза втручанням з допомогою макроекономічних інструментів. Принциповість даного феномену обумовлюється також тим, що задаючи верхні межі зростання сукупного попиту через контроль за номінальною грошовою масою, центральні банки провокували ситуацію, коли зростання цін внаслідок посилення відхилення фактичних обсягів виробництва від потенційних могло компенсуватись акомодативним розширенням сукупного попиту, підтримуваного відповідними монетарними імпульсами, які тільки ускладнювали проблему інфляції. Втім, в сукупності, така система сприяла посиленню якісних факторів економічного зростання, зокрема з огляду на те, що дія алокаційного механізму звільнялась від нашарувань у вигляді експансивних дискреційних кроків центральних банків. З іншого боку, існування проблеми лагів у монетарній політиці, теоретизованих М.Фрідменом, також підвищувало значущість оголошених намірів центральних банків, адже в них, методологічно вже повинні бути враховані параметри минулого впливу зростання грошової маси на інфляцію, внаслідок чого вже у середньостроковій перспективі щорічні цільові орієнтири зростання грошових агрегатів повинні були вирішити питання щодо очікуваного рівня інфляції у

майбутньому з огляду на поточний монетарний курс. Зазначимо, що саме існування лагів у монетарній політиці суттєво позначилось на її інфляційному зміщенні, адже органи грошової влади, реагуючи на різного роду шоки, ігнорували зв'язок між поточними діями та майбутніми наслідками в світлі поведінки ринкових агентів. Про суттєвість факту наявності лагу між зростанням грошової маси та інфляцією свідчать дані рис. 1. та рис. 2 додатку Б.

Так, впродовж 1973-1980 рр. для країн Великої сімки простежується яскраво виражений позитивний зв'язок між зростанням грошової маси та інфляцією. Тільки у випадку співставлення щорічних значень інфляції та зростання грошової маси щільність зв'язку в три рази менша, порівняно зі зміщеним на рік назад значенням показника грошової маси (у першому випадку  $R^2 = 0,11$ , а у другому — зростає втричі:  $R^2 = 0,30$ ). Це ще раз підтверджує важливість відсутності лінійного часового зв'язку між темпом грошової пропозиції та ціновою динамікою у період інфляційного зміщення монетарної політики. Що ж стосується залежності між середніми показниками зростання грошової маси та інфляцією у розвинутих країнах за аналогічний період, то вони відображають не тільки чіткий прямий зв'язок, але й зв'язок, який статистично значимий (див. рис. 3. додатку Б). Це цілком узгоджується з монетаристським висновком про нейтральність грошей та підтверджує правильність вибору центральних банків провідних країн на користь імплементації окремих практичних пропозицій Чиказької школи.

Слідуючи за ФРС та Бундесбанком центральні банки Швейцарії, Великої Британії, Канади, Франції, Італії та Іспанії переходили до режиму таргетування грошової маси. Так, в Іспанії контроль над грошовою масою мав місце ще з самого початку 1970-х, Банк Швейцарії запровадив жорсткий режим таргетування у 1974 р., а Банк Англії та Банк Канади — у 1975 р., Франція, Нідерланди та Австралія — у 1976 р.; Банк Японії розпочав здійснювати м'яке таргетування широких грошових агрегатів у 1978 р. (однак, такі країни як Бельгія у союзі з Люксембургом та Швеція не застосовували систему оголошення монетарних цілей, спираючись на політику фіксованих валютних курсів). І хоча в кожній з країн інституціональні та техніко-операційні параметри націлювання на приріст грошових агрегатів були

індивідуальними (наприклад, ФРС тільки інформувала парламент про цільові темпи приросту грошових агрегатів, Банк Італії подавав на затвердження Кабінету міністрів показники приросту грошової маси, у Франції прирости грошової маси ухвалювались Радою Банку, яку очолював Міністр фінансів тощо), здійснення монетарної політики на основі встановлення цільових показників приросту грошових агрегатів стало визначальною тенденцією трансформації центральних банків розвинутих країн у другій половині 1970-х рр. Фахівці Бундесбанку ФРН, спираючись на широко акцептовану монетаристську макроекономічну ідеологію та власні емпіричні дослідження зв'язку між динамікою грошової маси та інфляцією, констатують, що «як і в багатьох інших промислово розвинутих країнах, останнім поштовхом для введення концепції управління грошовою масою виступили грошово-політичні вимоги практики та досвід. ... було би доречно ... чітко встановити монетарні рамки номінального народногосподарського росту витрат у вигляді кількісного цільового показника темпу приросту грошової маси. Це відбулося з надією на те, що з допомогою цільового показника приросту грошової маси вдасться стимулювати адаптацію до зорієнтованої на стабільність грошової політики...»<sup>106</sup>.

Можна виділити наступні фундаментальні зміни у середовищі монетарної політики, привнесени становленням монетаристського історичного типу центробанків.

По-перше, орієнтація монетарної політики на забезпечення цінової стабілізації з подальшим забезпеченням сприятливих передумов для стійкого економічного зростання вимагала контролю за тією макроекономічною змінною, яка, з одного боку, могла контролюватись в принципі, а з іншого, — знаходилась у щільному та емпірично простежуваному зв'язку з динамікою інфляції. Зрозуміло, що такою змінною є грошова маса, рух якої, згідно ствердження монетаристів, завжди визначатиме інфляцію у довгостроковому періоді, а згідно Сент-Луїської моделі — додатково ВВП та доходи навіть у короткостроковому. Наприклад, М.Фрідмен

---

<sup>106</sup> Немецкий Федеральный банк. Денежно-политические задачи и инструменты / Специальные издания Немецкого Федерального банка. — №7. — Франкфурт-на-Майне, 1993. — С. 106-107.



стверджує: “Зв’язок між дією фінансових органів і рівнем цін, а він, поза сумнівом, завжди має місце, є більш опосередкований, ніж зв’язок їх політики з любим грошовим агрегатом. ... Я переконаний: обсяг грошової маси є найкращим з доступних нам безпосередніх критеріїв монетарної політики...”<sup>107</sup>. Забезпечення цільової динаміки показника грошової маси автоматично послаблює потребу в спрямуванні регулятивних зусиль на контроль за іншими монетарними параметрами, наприклад такими як процентні ставки чи валютний курс. Відповідно, вплив на внутрішню рівновагу, понад усе на її інфляційну компоненту, виокремлюється у самостійний сегмент макрорегулятивної активності центральних банків, з допомогою якого забезпечується загальна участь монетарних органів у стабілізаційних заходах чи в системі макрополітики в цілому.

По-друге, утверджений ще за часів кейнсіанства функціональний розподіл сфер відповідальності за внутрішню та зовнішню рівновагу між, відповідно, фіскальною та монетарною політикою було якщо не зруйновано повністю, то, принаймні суттєво послаблено за рахунок прагматичної орієнтації центральних банків на контроль за інфляцією. Якщо попередні міжнародні валютні устрої передбачали, що експансивність внутрішньої грошової пропозиції обмежуватиметься через симетричні контрдіючі реакції в поведінці валютного курсу та резервних активів, тобто у такий спосіб автоматично визнавалась відповідальність центральних банків за зовнішню рівновагу, а кейнсіанство утвердило фіскальну політику як провідний регулятор сукупного попиту в економіці, тобто визнало її відповідальною за внутрішню рівновагу (незважаючи на суперечливі уявлення про неефективність та, одночасно, акомодативність монетарної політики), то практика переходу до таргетування грошової маси з метою підвищення дієвості контролю за інфляцією та, як наслідок, забезпечення збалансованого зростання, остаточно утвердила переорієнтацію відповідальності монетарних органів та, власне, її природу. Внутрішня ціль — контроль за інфляцією, засіб — таргетування грошової маси, стали сутнісними рисами такої переорієнтації, природою якої був прямий вплив на величину приросту грошових агрегатів;

---

<sup>107</sup> Фридмен М. Роль монетарної політики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 143.

контроль за внутрішньою грошовою пропозицією вже не потребував екзогенних чинників монетарної політики (що були актуальними на рівні міжнародного валютного устрою), а став інтенцією самих центральних банків, відображаючи їх гносеологічну орієнтацію та методологічну озброєність.

По-третє, курс на забезпечення стабілізації інфляції як фундаментальний вектор монетарної політики підвищив її зорієнтованість на досягнення пріоритетів внутрішньої рівноваги. Це, відповідно, позначилось на подальшому послабленні структурних зв'язків між системними основами організації макроекономічної політики та міжнародною економікою, оскільки таргетування грошової маси відображає утвердження цільового впливу на внутрішньо-економічну динаміку з допомогою внутрішніх важелів, зв'язок яких з безпосередніми елементами світового господарства практично відсутній, а якщо він і є, то простежується хіба що на формально-логічному рівні. І монетаристська апологетика на користь плаваючих валютних курсів, і зміст Сент-Луїської моделі, що відображає зв'язок між грошовою масою та реальними макрозмінними, і, з рештою, методологія таргетування грошових агрегатів уособлюють інтелектуальну основу подальшого руху в напрямку підвищення автономності монетарної політики від її екзогенних чинників. Орієнтація на внутрішню рівновагу в політиці центральних банків і на цілепокладаючому, і на операційному рівні демонструє фактичну реалізацію доктрини превалювання національних витоків у визначенні конфігурації монетарних рішень. Таргетування грошової маси відображає можливість зосередження на внутрішніх макроекономічних цілях на тлі утвердження ямайського міжнародного валютного устрою, більш рельєфно змальовуючи рамкові умови утвореної системи плаваючих валютних курсів у контексті реалізації принципу функціональної автономності монетарної політики. За рахунок цього, вибір національного рівня інфляції, контрольованого відповідною політикою таргетування, забезпечував пристосування до нього інших макроекономічних параметрів, зокрема валютного курсу, коливання якого згладжувало шоки реального сектора в умовах, коли центральний банк проводив політику стабілізації цін.

По-четверте, таргетування грошової маси, хоч на змістовому рівні і ігнорує проблему коливання валютних курсів, дозволяє врахувати їх динаміку у функції реакцій центрального банку в світлі їхнього впливу на номінальні та реальні макропоказники. З одного боку, як показують дослідження зв'язку між рівнем інфляції та темпом знецінення валюти, темпи девальвації суттєво кореспондують з динамікою першої, що суттєво зужує можливості для монетарного тиску на валютний курс, за умов, коли показник інфляції контролюється через обмеження на приріст грошової маси<sup>108</sup>. З іншого боку, можливості девальвації та ревальвації національної валюти залишаються, оскільки центральний банк завжди зможе відхилитись від встановлених нормативів приросту грошової маси, особливо за умов впливу зовнішніх шоків, що на операційному рівні залишає достатню гнучкість у сфері контролю за поведінкою грошових агрегатів і у сфері впливу на валютний курс. Також не виключений варіант подвійного таргетування, який чисто теоретично неможливий, проте став реальною практикою багатьох країн (зокрема, більшості європейських країн, які здійснювали таргетування грошової маси та виконували зобов'язання з підтримки обмежених коливань валютних курсів в рамках функціонування Європейської валютної системи, утвореної у 1979 р.).

По-п'яте, незважаючи на те, що таргетування грошової маси відображало подальше просування в напрямку орієнтації на внутрішню рівновагу та функціональну дивергенцію монетарних політик в світлі існуючих рамкових умов ямайського устрою, вибір грошової маси як показника, з допомогою якого центральні банки почали справляти вплив на внутрішні макропроцеси багато в чому обумовлювався наростаючою відкритістю економік та подальшою інтеграцією світових ринків. Так, очевидний емпіричний зв'язок між інфляцією та динамікою грошових агрегатів й контрольованість останніх відповідними монетарними рішеннями центробанків вже є достатніми аргументами на користь вибору за проміжну ціль (через яку справлявся би вплив на кінцеві макроекономічні орієнтири (інфляція, ВВП)) грошової маси у функціональній структурі політики, зорієнтованої

---

<sup>108</sup> Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 590.

на контроль за інфляцією. В цьому розумінні, альтернативні монетаристським проміжні цільові макропоказники, наприклад процентні ставки та валютний курс, з одного боку, можуть знаходитись у зв'язку з реальними макроекономічними змінними. Процентні ставки, як відомо, багато в чому визначають рівноважний рівень інвестицій, отже є фактором сукупного попиту; валютний курс безпосередньо зв'язує внутрішню сукупну пропозицію з попитом з-за кордону, отже теж може впливати на динаміку реальних величин. Але з іншого боку, — вони не відповідають потребі контролю за інфляцією, оскільки не знаходяться з нею у чітко простежуваному зв'язку. Більше того, інтеграція країн по каналах міжнародної торгівлі та руху капіталів автоматично послаблює впливовість національних центральних банків на процентні ставки (оскільки мобільність капіталу зростає, процентні ставки стають більш корельованими, а частина національного попиту на позичковий капітал задовольняється припливом фінансових ресурсів з-за кордону і навпаки) та ту частину сукупної пропозиції, яка визначається попитом з-за кордону, отже не залежить від внутрішніх обмежень абсорбції. Відповідно, монетарна політика повинна задавати рамкові умови інфляційної стабільності в країні, тоді як динаміка сукупної пропозиції повинна адаптивно визначатись існуючим потенціалом попиту, зокрема закордонного, поза будь-яким цільовим впливом дискреційних зсувів в обсягах грошової пропозиції з боку центральних банків. Звідси випливає принципова важливість розширення фундаментальних детермінант реалізації сукупної пропозиції в окремій економіці. В умовах, коли кейнсіанський інструментарій перестав давати очікуваний результат, а “грошова накачка” попиту обернулася інфляцією, недовіра до боротьби з якою перетворилася на інфляційне зміщення політики в цілому, постало питання про розширення меж самого попиту.

Орієнтація на екстернальні фактори економічного зростання, тільки частково закладена в основу функціонування Бреттон-вудської системи, потребувала глибокої модернізації валютного устрою провідних країн. Лібералізація системи валютного регулювання та фінансово-банківської діяльності, з одного боку, стали проявом вибору на користь зміщення акцентів у визначенні фундаментальних факторів економічного зростання — інтернаціоналізація та подальша експансія ринкових

процесів у сферу світового господарства (адже, технічно, ефективність функціонування зовнішнього сектора будь-якої національної економіки потребує адекватної фінансової інфраструктури). Зазначене, відповідно, не може не розглядатись як втілення вибору на користь альтернативи кейнсіанським орієнтирам на естатичне регулювання макрорівноваги з допомогою важелів попиту. Відносно монетарних аспектів зазначеного, фахівці Банку міжнародних розрахунків наголошують, що досвід Німеччини та Швейцарії, де макроекономічна ситуація перш за все визначалась зорієнтованою на грошову стабільність монетарною політикою та реалізованою доктриною лібералізму, продемонстрував альтернативу і прокейнсіанським концептам втручання в економічні процеси, і зростаючій присутності держави в економіці. Відповідно, монетарні устрої даних країн стали відправною точкою відродження філософії лесеферизму у таких принципових сферах як масштаби суспільного сектора та інтеграція зі світовим господарством<sup>109</sup>.

Зростання міжнародної економічної діяльності, зведене до рівня окремої країни, означає незалежнення економічного зростання від діючих на національному рівні факторів попиту. Отже утвердження лібералізаційних засад економічного поступу потребувало наближення рівнів валютно-фінансової мікроінтеграції до рівня розвитку міжнародної торгівлі. З іншого боку, перехід більшості європейських країн до конвертованості по поточних операціях та спорадичні випадки зняття обмежень на рух капіталів і так суттєво послабили ефективність контролю за ним. Багато в чому цьому сприяло, по-перше, розростання ринку євровалют як такого фінансового сегменту, який дедалі активніше функціонував за наскрізним алгоритмом щодо національних кордонів, по-друге, розростання фінансових інститутів, зорієнтованих на спекулятивні та диверсифікаційні стратегії фінансового менеджменту, що було уможливлено розвитком міжнародної торгівлі, запровадженням конвертованості у Західній Європі, відповідно, нагромадженням валютних ресурсів для спекуляцій, та, з рештою, суттєво посилено переходом до плаваючих курсів, система яких природно детермінує підвищену активність у фінансово-банківському секторі.

---

<sup>109</sup> The evolution of central banking / BIS 67<sup>th</sup> Annual Report. — Basle: BIS Publishing, 2001. — P. 140-141.

Тенденція до фінансової дерегуляції стала своєрідною віхою у сфері монетарної політики впродовж 1980-х рр. Проте, варто зазначити, що окремі розвинуті країни вдавались до неї ще раніше з огляду на власні макроекономічні потреби. Так, піонером у сфері дерегуляції стала Німеччина, яка скасувала більшість обмежень за рухом капіталу ще на початку 1960-х рр. з огляду на хронічно позитивний платіжний баланс. Незважаючи на повернення до валютного контролю у 1973-1975 рр., що було спричинено проблемою рецикляції нафтодоларів (зокрема, у цей час Бундесбанк запровадив підвищені норми резервних вимог щодо депозитів нерезидентів), втечею від американської валюти, що не користувалась тоді довірою, у 1984 р. більшість обмежень на банківські операції у валюті були скасовані. Сполучені Штати зробили перший крок до лібералізації у 1974 р., скасувавши обмеження на вивіз капіталів, а на початку 1980-х рр. суттєво дерегулювали фінансово-банківський сектор в напрямку лібералізації операцій депозитних банків та вторинних ринків й ринків похідних фінансових інструментів, а у 1989 р. скасували заборони на діяльність банків як андерайтерів. Що стосується Великої Британії, то обмеження на вивіз капіталів там були скасовані ще у 1979 р. Проте справжню дерегуляцію лондонського ринку пов'язують з так званим “великим ударом (стрибком)”: у 1986 р. було скасовано фіксовані брокерські комісійні на Лондонській біржі (аналогічні дії у Нью-Йорку мали місце ще у 1975 р.), а з огляду на відсутність принципових інституціональних обмежень на інвестиційні операції банків у Західній Європі (порівняно з США, в яких такі обмеження існують з часів Великої Депресії і відповідно до закону Гласса-Стігелла) це стало поштовхом для диверсифікації та поглиблення фінансових ринків. Франція, вдаючись до протилежних дій у сфері валютної лібералізації впродовж 1970-х рр. початку 1980-х, суттєво дерегулювала систему контролю за рухом капіталу після 1984 р. Аналогічні тенденції мали місце і в інших країнах-учасниках Європейського валютного союзу. І хоча вони мотивувались інтеграційними процесами, відповідно до яких існувала потреба забезпечення вільного пересування товарів та капіталів, їхній вплив на посилення глобалізаційних процесів у царині фінансових ринків все одно є важливий, оскільки саме це забезпечило розширення та поглиблення

фінансового посередництва у світових масштабах. Що стосується Японії, то лібералізація операцій по поточному рахунку платіжного балансу була завершена до 1980 р.; регламентування операцій з капіталом має місце і зараз, проте воно зазнало суттєвого послаблення внаслідок розростання сегменту кредитів у євроєнах.

Повертаючись до проблеми становлення монетаристського типу центральних банків, варто зазначити, що у першій половині 1980-х рр. мали місце суттєві флуктуації у макроекономічній сфері.

По-перше, перехід до жорсткої антиінфляційної політики у більшості розвинутих країн, перед усім у США та Великій Британії, на тлі глибоких структурних зрушень, що розпочалися після другого нафтового шоку, загострили проблему глибокого циклічного спаду практично у всьому світі. Така ситуація обумовилась природнім антиінфляційним обмеженням грошової пропозиції, що позначилось на різкому підвищенні процентних ставок центральних банків та на ринках капіталів (див. табл. 2.5).

*Таблиця 2.5.*

**Середні номінальні та реальні процентні ставки у десяти розвинутих країнах, 1972-1986 рр.**

	1972-1976		1977-1981		1982-1986	
	Короткострокові					
	Номінальні	Реальні	Номінальні	Реальні	Номінальні	Реальні
G-10	7,2	-2,1	9,4	1,2	8,7	5,0
США	5,9	-1,6	9,6	1,2	8,4	4,9
Японія	8,4	-2,7	6,9	3,2	6,2	4,8
ФРН	5,5	1,9	7,3	3,0	6,1	3,6
Інші G-10	8,4	-3,8	11,1	-0,4	11,3	5,8
	Довгострокові					
G-10	8,9	-0,4	10,4	2,7	10,7	7,5
США	8,1	0,3	10,5	2,6	11,8	8,5
Японія	9,1	-1,0	7,9	4,9	7,0	5,7
ФРН	9,0	3,9	7,9	3,7	7,5	5,5
Інші G-10	9,9	-2,5	12,4	1,2	11,9	7,5

Примітка 1: До країн G-10 включено США, Японію, Німеччину, Францію, Велику Британію, Італію, Канаду, Бельгію, Нідерланди, Швецію та Швейцарію.

Джерело: Clifton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 26-27.

Як видно з даних табл. 2.5., на початку 1980-х рр. мало місце суттєве зростання номінальних та реальних коротко- та довгострокових процентних ставок

у розвинутих країнах. Якщо інфляційне зміщення та неадекватні дії центральних банків на початку 1970-х рр. вивели їх в загальному на негативний рівень, то через 10 р. потреба боротьби з інфляцією спонукала їх до підвищення у реальному вимірі на рівень, що був співмірний з номінальним у середині 1970-х. Зазначена логіка подій навколо процентних ставок відображає не тільки проблему загального підвищення вартості кредитних ресурсів в економіці, але й внутрішньо властивий режиму таргетування грошової маси такий недолік як послаблення контролю за флуктуаціями вартості позикових ресурсів. Відповідно, негнучкість грошової пропозиції, детермінована антиінфляційними міркуваннями, підсилювалась тим, що на операційних горизонтах монетарної політики не існувало однозначних рецептів суміщення контрольованості динаміки процентних ставок та збереження заданих цільових траєкторій грошової маси. Стосовно цього достатньо згадати драматичну ситуацію, у якій опинилась ФРС, яка змінювала операційний каркас монетарної політики впродовж 1979-1983 рр. три рази, реагуючи на проблему високої ціни позикових ресурсів та значні її коливання. Менш драматичною була ситуація у інших провідних країнах. Так, у ФРН та Швейцарії, де рівні інфляції не сягнули двозначної позначки, як у інших розвинутих країнах, центральні банки підтримували рестрикційний курс без суттєвих зламів в динаміці виробництва. Окрім цього, помірною цінова динаміка дозволяла на методологічному рівні визначати цільовий приріст грошової маси, враховуючи деяку інерційність в пристосуванні господарського потенціалу до нових рівноважних умов на грошовому ринку. У інших країнах (наприклад, Франції, Італії, Іспанії, Великій Британії тощо) вихід зі смуги інфляції був триваліший.

Тим не менше, приклад Німеччини демонструє, що у цій країні не мали місце негативні реальні процентні ставки під час інфляційного зміщення у 1970-х, а їх реальне значення у 1980-х виявилось найнижчим. Дана ситуація демонструє альтернативний погляд на контроль за процентними ставками — через контроль над інфляцією. Більше того, ринкове середовище їх визначення підвищує значущість алокаційних ефектів для стійкості економічного зростання, адже реальні негативні



проценті ставки у більшості розвинутих країн у 1970-х рр. не розв'язали проблему ні стагфляції, ні поживлення інвестицій та сукупної пропозиції.

По-друге, жорсткий монетарний курс ФРС позначився на глибоких змінах у тенденціях динаміки валютних курсів провідних валют. Якщо після краху системи фіксованих курсів, американська грошова одиниця девальвувала, то вже з 1981 р. почала спостерігатись різка ревальвація долара. В результаті, реальний обмінний курс долара щодо інших валют на початку 1980-х рр. зріс навіть понад той рівень, який існував до 1973 р. Як наслідок, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу США почав поглиблюватись, тоді як девальвація європейських валют не створила сприятливих передумов для виходу з негативної циклічної смуги за рахунок розширення експорту до США. З одного боку, цьому сприяло те, що ревальвація долара загострила проблему контролю над інфляцією у інших розвинутих країнах (оскільки девальвація погіршила можливості високотехнологічного імпорту та спонукала до негативних очікувань щодо спроможності монетарних органів відновити попередній рівень споживання за рахунок стримування інфляції); з іншого, — високі процентні ставки у США, ліберальніше фінансове законодавство та нижчі податки детермінували суттєвий приплив прямих та портфельних інвестицій зі всього світу, закладаючи фундамент для інноваційно-інвестиційного зростання американської економіки у майбутньому.

По-третє, погіршення циклічної ситуації на тлі рестриктивної монетарної політики позначилось на розбалансованості бюджетів у розвинутих країнах. Цьому сприяли: загострення проблеми процентних платежів, вже нагромаджених державних боргів під час кейнсіанських експериментів та прирощених за рахунок підвищення реальних процентних ставок; циклічне зниження доходів та експансія витрат; підвищення ролі структурної компоненти фіскального дисбалансу. Так, якщо впродовж 1972-1976 рр. середні бюджетні дефіцити для 10 розвинутих країн склали 1,7%, у 1977-1981 — 2,3%, у 1982-1986 — 3,0%, то за аналогічні періоди структурний дефіцит становив, відповідно, 0,6%, 1,6% та 1,9%. При цьому, в розрізі країн спостерігалась неоднорідна ситуація. Так, у США аналогічні дані за відповідні періоди склали 1,2%, 0,6%, 3,4% та -0,1%, -0,1%, 1,5%, у Японії — 1,1%, 4,5%, 2,5%

та 0,1%, 3,9%, 2,1%, у Німеччині — 1,9%, 2,8%, 2,0% та 0,8%, 2,0% та -0,6%, у решти G-10 — 2,7%, 3,8%, 5,7% та 1,9%, 3,0%, 3,3%<sup>110</sup>. Так, якщо у ФРН структурний бюджетний дефіцит (тобто такий, який відображає стан доходів та видатків бюджету за умов, коли потрібно досягнути повної зайнятості) до середини 1980-х рр. перетворився на профіцит, у Японії зменшився, то у США та решти країн — суттєво зріс, відображаючи фундаментальну тенденцію розбалансованості публічних фінансів провідних країн у перспективі. З одного боку, наростання структурного фіскального дефіциту може розглядатись як фактор компенсації втраченого попиту внаслідок здійснюваної рестриктивної політики, проте, з іншого, — є свідченням укорінення дефіцитних засад управління публічними фінансами. Оскільки намагання компенсувати втрачений попит супроводжувалось подальшою перерозродільчою експансією демократичних урядів, то це стало суттєвим викликом монетарній політиці. Тобто, чим більшою мірою створювались фіскальні стимули для інфляції, тим жорсткішою повинна була би ставати монетарна політика (зрештою це і демонструють більш високі реальні процентні ставки у більшості розвинутих країн, порівняно з Німеччиною), а якщо незалежного статусу центральних банків бракувало, то вихід зі смуги інфляції уповільнювався (відповідно, про це вже свідчать більш високі номінальні ставки) у кореспонденції з тим, як у певній країні віддавалась перевага зайнятості щодо інфляції. В світлі наростаючої бюджетної розбалансованості слід аналізувати детермінанти утворення високих реальних процентних ставок. Якщо відомий з макроекономіки ефект витіснення вважається безпосередньою детермінантою підвищення норм проценту на ринках капіталів, то вище приведені дані щодо величини бюджетних дефіцитів та процентних ставок у країнах G-10, окремо у Німеччині, США, Японії та решті країн, демонструють певний зв'язок: там де бюджетна розбалансованість була найменшою, нижча інтенсивність державних запозичень меншою мірою позначилась на зростанні вартості позикових ресурсів і навпаки. Відповідно, це ще раз підтверджує, що фіскальна нестриманість першої половини 1980-х рр. у

---

<sup>110</sup>Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 26-27.

розвинутих країнах стала суттєвим викликом центральним банкам та їх боротьбі з інфляційним зміщенням.

По-четверте, спад початку 1980-х на тлі рестриктивних монетарних кроків знов поставив питання про релевантність кривої Філіпса та відповідний вибір, що повинен здійснюватись центральними банками. Дані у додатку А (табл. А.1.) демонструють ситуацію відновлення певного оберненого зв'язку між інфляцією та безробіттям впродовж середини 1980-х рр. в окремих країнах, перш за все в Італії. Відповідно постало питання про доцільність настільки жорстких монетарних курсів. Однак, зміни у макроекономічній теорії під впливом нових класиків дозволяють подивитись на зазначені тенденції під іншим кутом зору.

Так, у 1973 р. майбутній Нобелівський лауреат Р.Лукас довів, що економічні агенти формують не адаптивні очікування (тобто такі, які ґрунтуються на минулому досвіді), а раціональні (тобто такі, які формуються з огляду на передбачення майбутньої ситуації та поведінку інших економічних гравців), через що не має підстав вважати, що ціни та заробітна плата є нееластичними навіть у короткостроковому періоді. Наприклад, індивіди можуть дуже часто не розрізняти зміни абсолютного і відносного рівня цін. Отже, у країнах, де мають місце значні коливання сукупного попиту та значні когерентні коливання рівня цін, економічні агенти не завжди будуть повною мірою відрізняти зміну абсолютного рівня цін від відносного, внаслідок чого можливості по стимулюванню виробництва з допомогою експансивних заходів обмежуються. Зростання цін на певне благо скоріше буде сприйматись його виробником як зміна абсолютного рівня цін, через що він не збільшить попиту на працю і безробіття не зменшиться. Що ж стосується країн зі стабільним сукупним попитом та співвідсною з ним стабільною інфляцією, то зміна цін на ринку певного блага скоріше буде сприйматись економічним агентом як зміна відносних цін, через що він збільшить виробництво та попит на працю, і поки ринки праці не помітили відмінності між реальною та номінальною заробітною платою, матиме деяке пожвавлення виробництва та збільшення зайнятості. Звідси випливає можливість існування певного вибору у короткостроковому періоді між

інфляцією та безробіттям за рахунок наявності недостатньої інформації про динаміку майбутніх цін.

Проведене Лукасом тестування даних припущень підтвердило, що найбільш суттєвий вплив на виробництво має місце там, де є найбільш стабільна інфляція і навпаки. Але інформація, як правило, мобілізується швидко в зв'язку з набуттям економічного досвіду, отже не існує підстав вважати, що ціни та зарплата є негнучкими<sup>111</sup>. І хоча, сам Лукас заперечував реальність значних витрат пристосування до нових рівноважних умов за рахунок зміни еластичності цін та заробітної плати, американці Л.Болл, Гр. Манків та Д.Ромер підтверджують, що можливість забезпечення за рахунок монетарних стимулів збільшення виробництва та зайнятості у короткостроковому періоді швидше властива країнам з низькою інфляцією, оскільки економічні агенти в такому випадку меншою мірою очікують надмірної грошової пропозиції у майбутньому, що живить інфляцію. За рахунок цього, позитивні очікування щодо майбутньої монетарної політики забезпечують меншу гнучкість цін та заробітної плати, порівняно з випадком, коли такі очікування негативні. Останні мають місце в країнах з високою інфляцією чи гіперінфляцією, через що економічні агенти більшою мірою орієнтуються на фактор монетарної експансії, отже ціни та заробітні плати будуть більш гнучкі, ніж у країнах з високою інфляцією, внаслідок чого можливості для впливу на реальні економічні змінні за рахунок монетарної експансії звужуються<sup>112</sup>.

З зазначеного випливає ряд принципових наслідків, які, з одного боку, визначили характер макроекономічної ситуації у розвинутих країнах, а, з іншого, — перспективні зміни у стратегічних орієнтирах центральних банків. Як вже зазначалось, моделі часової інконсистентності Кідленда-Пресскотта та Барро-Гордона формально пояснюють вплив очікувань економічних агентів на характер варіації інфляційної динаміки в світлі альтернативності між першою та рівнем безробіття. Паралельно з цим, в рамках даного підходу були закладені фундаментальні обґрунтування такої поведінки центральних банків як завоювання

---

<sup>111</sup> Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // American Economic Review. — 1973. — №63/3. — P. 326-334.

<sup>112</sup> Boll L., Mankiw Gr., Romer D. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off // Brookings Papers of Economic Activity. — 1988. — №1. — P. 1-65.

довіри. Так, таргетування грошової маси мало би підвищити довіру до органів грошової влади, оскільки наміри щодо зростання грошової пропозиції почали оприлюднюватись. Однак, навчені гірким досвідом інфляції 1970-х та заохочені спорадичними інконсистентними кроками центральних банків економічні агенти не виявили довіри до стабілізуючих інфляцію заходів. Фахівці ОЕСР К.Клінтон та Ж.-К. Коуркі стверджують: “Це не здається, що більшість безпосередніх макроекономічних проблем 1980-х зумовлювались монетарною політикою, а не глибоко зануреним розвитком реального сектора. Однак, поява високих рівнів безробіття та реальних процентних ставок завдячує зтяжному ефекту очікувань, сформованих інфляційним вибухом 1970-х, що стало чинником послідувочої монетарної політики. ... З тих пір як надмірне інфляційне розширення 1970-х далеке від того, щоб бути забутих, побоювання громадськості, що не обмежена монетарна політика не буде проінфляційною, тривають. Будь-яка, навіть тимчасова, монетарна експансія, розглядається як така, що може тривати тривалий період. В підсумку, якщо громадськість поводитись, керуючись страхом пожвавлення інфляції, то головним результатом майбутнього зростання грошової пропозиції будуть не стимули для виробництва, а вперте погіршення ситуації навколо альтернативності між інфляцією та безробіттям”<sup>113</sup>. Отже, недовіра до центральних банків, що здійснювали рестриктивну політику, детермінувала тенденцію завищення рівноважних цін (що тільки посилювало потребу в стримуючих рішеннях) та заробітних плат (що призводило до підвищення безробіття, оскільки реальні заробітні плати за дезінфляції ставали надмірно високими, з огляду на нижчі рівні фактичної інфляції, порівняно з очікуваною). В підсумку, це і зумовило надмірно повільний вихід зі смуги циклічного спаду.

Незважаючи на це, таргетування грошової маси відіграло свою принципову роль в світлі забезпечення ринкових очікувань відповідним номінальним якорем. Розглянута тенденція до фінансової та валютної дерегуляції розширили вже існуючий потенціал арбітражного переливу капіталів. В таких умовах у середині

---

<sup>113</sup> Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 21-22.

1980-х рр. саме стабільна монетарна політика, зорієнтована на дотримання кількісних параметрів зростання грошової пропозиції, забезпечила формування нової моделі економічного зростання, на основі чого утворився якісно новий континуум міжнародного бізнесу, що, в підсумку, детермінувало виникнення та утвердження другої хвилі глобалізації.

## **2.2. Центральні банки в країнах, що розвиваються: монетарні аспекти моделей економічного зростання**

Стосовно закономірностей розвитку центральних банків та монетарної політики у повоєнний період у країнах, що розвиваються, то слід одразу наголосити на наявності фундаментальних відмінностей у цій сфері, порівняно з виявленими та охарактеризованими вище тенденціями у розвинутих країнах.

Переш за все, слід наголосити на суттєвій гетерогенності таких країн. Так, країни Латинської Америки існували як незалежні держави, які ще за часів першої глобалізаційної хвилі були включені у світогосподарську систему і за каналами міжнародної торгівлі, і за каналами руху капіталу. Відносно ліберальний торгівельний режим та вільне пересування капіталів, підтримувані та пропаговані під егідою *PAX BRITANICA* багато в чому визначили конфігурацію їх входження у поле міжнародних економічних відносин. Спеціалізація на основі відносних переваг створювала передумови для розвитку сировинного експорту, а імпорт забезпечував споживання інвестиційних товарів. Тим не менше, постійні фіскальні труднощі спонукали до активної позикової діяльності на міжнародних ринках капіталу, ефективність функціонування яких підтримувалась системою золотого стандарту. Останній відігравав роль гарантії стабільної політики у майбутньому, через що рух міжнародного позичкового капіталу до даних країн наражався на проблему довіри тільки за умов тимчасових відходів останніх від конвертації своїх валют у метал. Міжвоєнний період зруйнував зазначені усталені зв'язки, а більшість латиноамериканських країн відмовились від золотого стандарту, перейшовши до експансивної фіскальної та монетарної політики з метою компенсації втрачених експортних та імпортних можливостей. Період після другої світової війни

охарактеризувався тим, що незважаючи на легітимізований у Бретон-Вудсі вільний торгівельний режим, проблема бар'єрів перед рухом товарів та капіталів збереглася, а низький рівень розвитку поставив на порядок денний питання про прискорення індустріалізації.

Що стосується країн азійського регіону, то в основному тільки Китай та Японія мали власні грошові системи, тоді як більшість інших країн були колоніями. Це саме стосується країн африканського континенту. Відповідно, для них утворення центральних банків на становлення власного грошового обігу відображало сам факт становлення інститутів державності. Окрім цього, якщо економічна структура латиноамериканських країн, Японії та Китаю відображала певну національну господарську систему, то для більшості колишніх колоній була властива така господарська організація, яка відображала її включення до господарства метрополії з відповідною спеціалізацією та зорієнтованою на неї інфраструктурою. Природно, що це вимагало додаткових зусиль з перебудови національної економіки на державницьких засадах.

В зазначених випадках спільним моментом у виборі вихідної точки аналізу закономірностей розвитку монетарної політики на доглобалізаційній стадії є те, що розвиток таких країн в силу різних обставин перебував в режимі обмежень, які накладає на нього факт так званої дуалістичної економіки. Виявлені феномени “кола відсталості”, “кола бідності”, “кола браку капіталу” визначили як засадні теоретичні відмінності у сфері макроекономічної політики, так і відмінності у сфері визначення функціональної ролі центральних банків у ній, порівняно з розвинутими країнами. Так, базовими теоретичними концептами подолання проблеми дуалістичної економіки у 1950-1960-х рр. виступили прокейнсіанські доктрина “великого поштовху” та теорія “зростання за двох дефіцитів”, в рамках яких обґрунтовувалась потреба значного припливу капіталу для фінансування заходів з індустріалізації та виведення автономних інвестицій на якісно вищий рівень. Проте відмінності в напрямках та, відповідно, характері останньої зумовили формування двох магістральних ліній вибору макропріоритетів та поведінки центральних банків як їх похідної.

Так, імпортозаміщуюча індустріалізація, що сповідувалась в основному латиноамериканськими та деякими африканськими країнами, повною мірою передбачала орієнтацію на теорію “зростання за двох дефіцитів”. Зміст останньої зводиться до того, що: по-перше, формування індустріальної бази потребує значних капітальних інвестицій, тоді як в країнах з дуалістичною економікою має місце висока забезпеченість фактором праця та брак фактору капітал; по-друге, необхідність орієнтації на заміщення імпорту при індустріальній експансії повинно забезпечити постійний приріст автономних інвестицій, внаслідок чого створились би передумови для швидкого економічного зростання, підвищення зайнятості та послаблення залежності від імпорту капітальних активів з-за кордону; по-третє, джерелом фінансування здійснюваних заходів повинно виступити асиметрія в балансах торгівлі і заощаджень у масштабах міжнародної економіки. Отже, країна, яка здійснює індустріалізацію, повинна підтримувати високий рівень нагромаджень у ВВП, а інвестиції повинні ще перевищувати цей рівень, призводячи, по-перше, до дефіциту в балансі заощадження-інвестиції; по-друге, до дефіциту торгівлі — для придбання капіталомістких товарів з-за кордону. Окрім того, що така ситуація повинна природно призвести до зростання обсягів зовнішнього фінансування, тобто до нагромадження зовнішніх боргів (наприклад, якщо у 1955 р. зовнішня заборгованість країн, що розвиваються, склала 8,7 млрд. дол., то вже у 1965 р. — 37,1 млрд. (зростання склало 426,4%), у 1970 р. — 72,9 млрд. (відповідно, 196,5%), у 1975 — 172,9 млрд. (237,2%), у 1979 — 335 млрд. (193,8%), у 1985 — 895 млрд. (267,2%)<sup>114</sup>), вона визначила місце центральних банків у створенні монетарних передумов для такого типу зростання.

Що стосується внутрішнього попиту, то, з одного боку, висока частка нагромаджень у ВВП повинна була забезпечуватись низькими реальними процентними ставками. Наприклад, Дж.Тобін у кейнсіанському ракурсі теоретизував проблему зв'язку між інвестуванням та ситуацією на грошових ринках. Він виходив з того, що інвестиції на грошовому ринку та інвестиції у реальний

---

<sup>114</sup> Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія та реалії української економіки: Монограф. — Тернопіль: Збруч, 1997. — С. 281.



капітал є взаємозамінними. Отже, при підвищенні норм процента завжди існуватиме тенденція до трансформації портфеля активів на користь інструментів грошового ринку. У протилежному випадку, зниження реальних процентних ставок повинно позначатись на зміні структури портфелів в напрямку збільшення частки реальних інвестицій, що створить передумови для економічного зростання. Звідси Тобін зробив висновки, що інфляція (яка знижує реальний рівень процентних ставок) та введення прямих інструментів контролю за ситуацією на грошовому ринку повинні стимулювати процеси зростання автономних інвестицій<sup>115</sup>. Але у більш широкому макроекономічному контексті зниження або недопущення коливання вверх процентних ставок повинно знизити схильність до заощаджень, збільшуючи тим самим обсяги поточного споживання, що не зовсім узгоджується з потребою нагромадження капітальних активів.

З іншого боку, акселерація інвестицій за умов, коли не існує ринкових засобів для створення монетарних передумов нарощування вкладень у капітал, повинна підтримуватись відповідною політикою, зорієнтованою на вирішення проблеми низьких нагромаджень, що індукуються низькими процентними ставками, та прискорених інвестицій, що стимулюються контролем за рухом процентів. За таких обставин уряди взяли на себе дефіцитне фінансування інвестицій, а центральні банки повинні були забезпечувати прямий контроль за рухом капіталу, банківською системою та полегшений доступ уряду до кредиту.

Стосовно зовнішнього дефіциту, то підтримання попиту на капіталомісткі товари повинно забезпечуватись відповідними валютними регуляторами. З макроекономічної точки зору інструментами підтримання споживання імпорту виступило завищення курсу національної грошової одиниці, що, враховуючи відсутність негативного ставлення до інфляції в рамках кейнсіанської парадигми, легко забезпечувалось через реальну ревальвацію. З технічної точки зору, запровадження систем множинних курсів на тлі бретонвудських фіксованих паритетів та контроль за рухом капіталу повинні були через валютно-курсіві регулятори підтримати загальний макроекономічний ефект попиту на

---

<sup>115</sup> Tobin J. Money and Economic Growth // *Econometrica*. — 1965. — №33. — P. 671-684.

капіталомісткий імпорт. Проте фіксовані курси у слаборозвинутих країнах є привабливими з огляду на недовіру до центральних банків та неспроможність останніх забезпечити інфляційну стабільність на довгострокову перспективу, як з огляду на макроекономічний активістський вибір, так і відсутність відповідного інституціонального захисту їх незалежності. Однак, забезпечення високого рівня монетарної автономії було би не зовсім природнім з огляду на: тривалий досвід циклічних змін за схемою “фіксація курсів – монетарна експансія”; орієнтацію на активістський акомодативний виток в організації грошово-кредитного регулювання; відсутність широко акцептованого досвіду, перш за все у розвинутих країнах, та теоретичного консенсусу щодо вигод від незалежного статусу монетарних органів тощо.

Що стосується експортоорієнтованого зростання, яке сповідувалось у повоєнний період азійськими країнами (а з 1975 р. і Китаєм), то позиціонування центральних банків в системі макрорегуляторів було відмінним. Це пов'язано з принципово протилежним значенням валютного курсу та його рівня в заходах зі стимулювання економічного зростання через орієнтацію на зовнішні ринки. По-перше, сам валютний курс безпосередньо ув'язує національне виробництво з попитом на зовнішніх ринках, що робить його принциповою макроекономічною змінною. По-друге, для створення штучних переваг при виході на зовнішні ринки валютний курс повинен бути не завищений, а занижений. Останнє забезпечує перетворення відносних переваг у абсолютні, дозволяє компенсувати можливе погіршення умов торгівлі і уможлиблює підтримання цінової конкуренції за умов, коли продуктивність виробничих факторів в країнах експортерів є нижчою, порівняно з розвинутими країнами. Відповідно, намагання підтримувати суттєво занижений курс щодо паритету купівельної спроможності виступило принциповим моментом в поведінці центральних банків азійських країн.

Варто зазначити, що засадні відмінності в моделях економічного зростання країн третього світу, з одного боку, посилили тенденцію до гетерогенності макроекономічної ситуації у них, але з іншого боку, орієнтація на дівелопменталізм

сформувала достатньо усталені алгоритми поведінки монетарних органів у слаборозвинутих країнах.

Стосовно першого, то слід відзначити, що імпортозаміщуюча модель виявилась практично нежиттєздатною. Це обумовлюється як відсутністю конкуренції, атрофією міжнародної спеціалізації та відносних переваг, послабленням інноваційності, втратою експортного потенціалу з огляду на нарощування обсягів капіталомістких виробництв, щільної регіональної інтеграції тощо. Окрім цього, імпортозаміщення природно більшою мірою штовхає до етатизму, що проявилось у розростанні суспільного сектора економіки, збільшення державної власності у виробництві та фінансах, уповільненні росту фінансових ринків та їх алокаційної ригідності. В підсумку, темпи економічного зростання у країнах з орієнтацією на експорт перевищили аналогічні для країн, що здійснювали заходи з імпортозаміщуючої індустріалізації. Наприклад, табл. 2.6. демонструє, що в країнах Південно-Східної Азії темпи економічного зростання перевищували темпи розвитку латиноамериканських країн.

Таблиця 2.6.

**Економічне зростання та інфляція у країнах Латинської Америки та Південно-Східної Азії, %**

Країни	Зростання ВВП			Інфляція		
	1960-1970	1970-1980	1980-1985	1960-1970	1970-1980	1980-1985
Латинська Америка						
Аргентина	4,2	2,2	-1,4	21,7	130,8	342,8
Бразилія	5,4	8,4	1,3	46,1	36,7	147,7
Чилі	4,5	2,4	-1,1	33,2	185,6	19,3
Колумбія	5,1	5,9	1,9	11,9	22,0	22,5
Мексика	7,2	5,2	0,8	3,6	19,3	62,2
Перу	4,9	3,0	1,6	1,3	12,1	9,2
В середньому	5,1	5,8	1,1	11,9	30,7	62,2
Південно-Східна Азія						
Індонезія	3,9	7,6	3,5	-	20,5	10,7
Південна Корея	8,6	9,5	7,9	17,4	19,8	6,0
Малайзія	6,5	7,8	5,5	-0,3	7,5	3,1
Філіппіни	5,1	6,3	0,5	5,8	13,2	19,3
Тайвань	9,8	5,4	6,2	3,5	12,2	3,3
Таїланд	8,4	7,2	5,1	1,8	9,9	3,2
В середньому	7,4	7,7	5,3	3,5	11,5	4,6

Джерело: Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. — М.: Экономика, 2000. — С. 67.

Як видно з табл. 2.6., впродовж трьох десятиліть підряд темпи економічного зростання у країнах Південно-Східної Азії були істотно вище, особливо у 1980-х рр. При цьому, якщо у 1960-1980 рр. розрив був незначний і приблизно дорівнює 2-2,5%, то у 1980-х рр. він досяг близько 4%. Що стосується країн Африки, то за період 1971-1980 рр. середній ріст ВВП склав 3,8%, а за наступне десятиліття — 1,9%, відповідні показники для країн Близького Сходу становлять 7,2% та 1,2%.

Уповільнення темпів економічного зростання в латиноамериканських країнах стало серйозним викликом монетарній політиці, оскільки тиск на центральні банки в напрямку здешевлення кредитів та збільшення грошової пропозиції зростав тою мірою, якою урядам не вдавалось вирішити макроекономічні, зокрема, фіскальні проблеми. Природно, що на тлі низької віддачі імпортозаміщуючої моделі у довгостроковому періоді та значного державного навантаження на економіку проблема розбалансованості публічних фінансів ставала дедалі більш значущою, адже економічний ріст дедалі більше ставав залежний від сукупного попиту, створеного у суспільному секторі. Так, в Аргентині впродовж 1978-1979 рр. бюджетний дефіцит склав 6,5% ВВП, а впродовж 1981-1982 рр. — 14,3%, в Болівії, відповідно, 9,1% та 11,8%, Мексиці — 7,4% та 15,5%, Колумбії — 0,2% та 5,6%, Перу — 3,9% та 7,0%. В Уругваї за відповідний період він зріс з 0,5% профіциту до 6,1% дефіциту, аналогічно й у Чилі — з 4,8% до 1,3%. У Бразилії впродовж 1981-1982 рр. середній бюджетний дефіцит досяг рівня в 14,2% ВВП<sup>116</sup>.

Фіскальна розбалансованість виступила фактором підвищення значення сеньйоражу в макроекономічній політиці країн третього світу. Наприклад, Кругман та Обсфельд стверджують: “В умовах нерозвинутого національного фінансового ринку державі важко використовувати механізм випуску облігацій внутрішньої позики для фінансування дефіциту державного бюджету. ... Робота друкарського верстату призводить до інфляції, яка зменшує реальну вартість номінальних грошових заощаджень. Цей “інфляційний податок”... — один з елементів реального доходу, який отримується державою в результаті додаткової емісії. Рівень інфляції в

---

<sup>116</sup> Fiscal Stabilization and Growth in Developing Countries // World Economic Outlook. 1989. — IMF. Wash., 1989. — P. 47.

ряді країн, що розвиваються, здається неймовірним... Насправді стрімкий ріст цін відображає збереження спроб урядів країн, що розвиваються, максимізувати доходи від сеньйоражу»<sup>117</sup>. Так, в Аргентині впродовж 1980-1985 рр. середня інфляція на рік становила 274%, а реальний обсяг сеньйоражу як частка реального випуску — 4%, у Болівії, відповідно, — 506% та 6,2%, у Бразилії — 147% та 1,0%, у Мексиці — 58% та 1,5%, у Перу — 97% та 1,9%, тоді як у Південної Кореї — 12% та 0,5%, Венесуелі — 12% та 0,4%, Нігерії — 16% та 0,8%<sup>118</sup>. Дані табл. 2.6. також демонструють суттєвий розрив в рівнях інфляції у латиноамериканських країнах та країнах Південно-Східної Азії. Якщо в останніх бурхливе зростання, переоснащення виробництв та значні інвестиції позначились на деякому підвищенні середньої інфляції у 1970-1980 рр., яка вже у наступному десятилітті знизилась, наближаючись, в середньому до рівня розвинутих країн, то в перших макроекономічна ситуація розвивалась за логікою розкручування інфляційної спіралі. Уповільнення зростання та фіскальні труднощі детермінували експансивні кроки центральних банків. Варто зазначити, що спрямування кредиту на вирішення фіскальних проблем є загальною інфляціогенною проблемою слаборозвинутих країн. Наприклад, виявлений для 22 африканських країн впродовж 1970-1990 рр. суттєвий зв'язок між часткою кредиту, що споживається урядом, у структурі внутрішнього кредиту, демонструє, що чим більше уряд є споживачем позикових ресурсів, тим вищою є інфляція. Аналогічні розрахунки доводять суттєвість зв'язку між зростанням грошової маси та рівнем інфляції для країн африканського континенту<sup>119</sup>.

Інфляціогенність урядового споживання пояснюється не тільки відповідним пресингом на монетарні органи, але й загальним алгоритмом утворення рівноваги в системі попиту-пропозиції грошей. Потрапляючи по каналах прямого та прихованого сеньйоражу до перерозподільчого котла державного бюджету, збільшуючи резерви банків для кредитування урядових програм, насичуючи ринок грошей прямим

---

<sup>117</sup> Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — С. 676-677.

<sup>118</sup> Ibid. — Р. 678.

<sup>119</sup> Honohan P., O'Connell S. Contrasting Monetary Regimes in Africa // IMF Working Paper. — 1997. — WP/97/64 // [www.imf.org](http://www.imf.org)

кредитуванням на мікрорівні, грошова пропозиція центрального банку природно опинялась у середовищі, де низька господарська ефективність перетворювала нові ін'єкції у інфляційний навіс. Незважаючи на те, що, здавалось би, пропозиція грошей в такому режимі завжди буде підкріплюватись інвестиційним попитом та пропозицією товарів, вже у середньостроковій перспективі стає зрозуміло, що відсутність приросту реального виробництва, яке на макрорівні, за інших рівних умов, відображає загальне підвищення реального попиту на гроші, призводить до розбалансованості монетарного сектора. Брак запасу міцності у інвестиційній віддачі щодо створення реального попиту на гроші перетворює на системному рівні низьку алокаційну ефективність економіки у фактор інфляційної дестабілізації, що підживлюється слабкою позицією центрального банку щодо захисту грошової стабільності у довгостроковій перспективі з огляду на короткострокові фіскальні проблеми та перманентний грошовий голод у суспільному секторі економіки.

Зазначимо, що різниця в темпах розвитку та рівнях інфляції у країнах третього світу з різними моделями економічного зростання також обумовлюється відмінною засадною роллю дефіцитного фінансування у системних витоках макроекономічного вибору у кожній з таких моделей. Так, сама орієнтація на “зростання за двох дефіцитів” та фіскальний дисбаланс, підтримуваний з метою стимулювання сукупного попиту під егідою дівелопменталізму, призводить до швидкого зростання зовнішньої заборгованості. Потреба в останній, зокрема, індукується нерозвинутими фінансовими ринками, на яких відсутня достатня кількість пропозиції довгострокових ресурсів, порівняно з тою, на яку пред'являється попит у суспільному секторі, охопленому дефіцитом. Альтернативна модель (експортної орієнтації), хоч і не виключає суттєвої потреби в акселерації інвестицій, проте демонструє природну стійкість щодо проблеми зовнішньої заборгованості. Так, табл. 2.7. демонструє суттєві відмінності в борговій ситуації у країнах третього світу.

*Таблиця 2.7.*

**Тягар зовнішнього боргу у країнах, що розвиваються, млрд. дол. США**

Регіон	Зовнішній борг					Обслуговування зовнішнього боргу				
	1970	1975	1980	1985	1990	1970	1975	1980	1985	1990
Латинська	27,8	68,0	242,7	289,4	431,1	4,8	12,9	46,1	53,9	41,8

Америка										
Південно-Східна Азія та басейн Тихого океану	7,8	24,1	88,6	168,7	234,7	1,0	3,0	13,4	30,4	37,5
Африка південніше Сахари	5,7	14,7	56,2	96,2	173,7	0,5	1,5	6,3	12,4	10,1
Північна Африка та Близький Схід	6,3	17,2	80,1	117,7	141,5	0,9	1,8	10,5	16,2	19,0
Південна Азія	11,4	20,1	38,1	68,1	115,4	0,3	1,3	2,8	5,8	10,3
Всього	59,0	144,1	505,7	840,0	1096,4	8,0	20,5	79,1	118,7	108,3
Регіон	<b>Борг/ВВП</b>					<b>Платежі/Експорт</b>				
Латинська Америка	18,3	15,9	34,8	60,2	40,8	20,6	14,2	36,9	42,7	25,3
Південно-Східна Азія та басейн Тихого океану	6,1	4,4	17,1	30,3	26,8	10,8	5,0	13,6	25,1	14,6
Африка південніше Сахари	13,8	14,6	28,2	53,7	111,1	6,3	5,5	11,0	30,8	19,1
Північна Африка та Близький Схід	19,5	26,1	53,0	64,4	93,3	13,7	9,4	20,3	23,8	32,7
Південна Азія	15,4	16,6	17,3	24,7	30,8	18,2	13,3	11,6	22,6	25,2
Всього	13,7	12,0	27,8	45,6	41,8	15,9	8,0	21,4	30,4	19,8

Джерело: Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. — М.: Экономика, 2000. — С. 57., С. 59., С. 71.

З даних, наведених у табл. 2.7., видно, незважаючи на те, що тенденція до зростання зовнішнього боргу є однаково властива усім країнам третього світу, обсяги та швидкість його зростання є найвищими у латиноамериканських країн, тоді як у азійських країн, вони суттєво нижчі. Окрім цього, суттєво відрізняється і тягар по обслуговуванню зовнішніх зобов'язань: для останніх він є нижчим. Що стосується відносних показників обтяжливості зовнішнім боргом, то його

співвідношення до ВВП та платежів з його обслуговування до експорту є найнижчим саме для тих країн, де з самого початку мала місце експортна орієнтація.

Пояснення такої відмінності в рівні обтяження зовнішнім боргом впливає з самого характеру здійснюваних макроекономічних заходів впродовж процесу індустріалізації. Так, імпортозаміщення природно створює ситуацію, коли на регіон в цілому обсягів зовнішнього фінансування потрібно більше, з огляду на подібний характер здійснюваних заходів у сфері інвестицій. Це прискорює нарощування зовнішнього боргу на рівні кожної окремої країни, оскільки економічне зростання обмежене географічними рамками, та індукує постійну залежність від надходження фінансових ресурсів ззовні (детальніше див. нашу працю, де аналізуються боргові проблеми країн, що розвиваються<sup>120</sup>). Експортоорієнтоване зростання меншою мірою потребує зовнішнього фінансування, оскільки обсяги виробництва залежать здебільшого від факторів міжнародного попиту, а не окремого географічного сегменту, інвестиції є більш ефективними, а приплив валютної виручки дозволяє здійснювати грошову пропозиції, покриті міжнародними резервами (наприклад, російська дослідниця Л.Федякіна констатує, що країни, які підтримували економічне зростання, зорієнтоване на експорт, проводили виважену макроекономічну політику, продемонстрували нижчу вразливість щодо впливу боргового фактора на динаміку їх розвитку та зовнішніх шоків, зокрема нафтових, отже тимчасові труднощі з їх платіжним балансом не позначились так радикально на прискоренні нагромадження зовнішньої заборгованості, порівняно з країнами, зорієнтованими на імпортозаміщення<sup>121</sup>).

Такі відмінності багато в чому обумовили і відмінності у сфері функціонування центральних банків. По-перше, значення валютного курсу у системі забезпечення грошової стабільності у країнах третього світу суттєво відрізняється від того, яке має місце у розвинутих країнах. Якщо для останніх передавання негативних курсових флуктуацій на цінову динаміку має складний і не завжди значимий характер, наприклад, з огляду на ефективність контролю за інфляцією

---

<sup>120</sup> Козюк В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — С. 37-57.

<sup>121</sup> Федякіна Л. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998. — С. 58-84; С. 169-196; С. 228-267.



через таргетування грошової маси, то для країн третього світу, де часті сплески гіперінфляції призвели до валютної субституції, грошові одиниці провідних країн стали реальними активами, інвестиції у які відображають намагання зберегти незмінною вартість грошових залишків. Відповідно, недовіра до купівельної спроможності національної валюти завжди дістає прояву у девальвації, що вимагає від центральних банків фіксувати курси з метою запобігання інфляційному зміщенню. Саме тому для багатьох країн, що розвиваються, впродовж 1960-1980-х рр. і після розпаду Бреттон-вудської системи підтримання режиму фіксованих (чи наближених до нього) валютних курсів виконувало фундаментальну роль в системі забезпечення грошової стабільності, для якої вони виступали як номінальні якорі. Фіксація валютних курсів формувала очікування майбутньої інфляції, і будь-яка недовіра до дій центральних банків чи надмірно експансивні кроки уряду одразу зумовлювали тиск на зовнішні активи органів грошової влади. П.Ліндерт красномовно зауважує: “Можливо, ще більше важливо те, що часто вживана прив’язка валют третього світу пов’язана з аргументом “дисципліни цін” і дестабілізуючої спекуляції. Нобелівський лауреат А.Льюїс стверджував, що інфляційна політика — вельми значима і постійно нагальна загроза саме в країнах третього світу. Відповідно, там валютні спекулянти повинні особливо недовірливо ставитись до офіційних обіцянок підтримувати стабільність цін. Щоби попередити вибухи дестабілізуючих інфляційних очікувань, офіційні органи потребують політики, яка напевно змусить їх обмежувати інфляцію. Прив’язка свого валютного курсу до однієї з провідних валют і є саме таким засобом. .... Можна вжити таку аналогію: багато країн третього світу, підозрюючи, що їм не вдасться забезпечити “дисципліну цін”, вдаються до фіксованих валютних курсів, подібно до того, як наркомани знають, що потребують примусу ззовні, щоб позбутися згубної звички”<sup>122</sup>.

По-друге, борговий тягар став суттєвим чинником формування платіжних балансів країн третього світу. При цьому, це стосується як тих, що успішно завершили процес індустріалізації, так і тих, що зіткнулись з суттєвими труднощами

---

<sup>122</sup> Ліндерт П. Экономика мирохозяйственных связей. — Пер. с англ. М.: Прогресс, 1992. — С. 424.

на цьому шляху. Однак, різниця в характері моделі зростання детермінує відмінні тенденції формування валютних резервів центральних банків. Зрозуміло, що в країнах, розвиток яких з самого початку був зорієнтований на експорт, нагромадження валютних резервів почалося ще у 1960-х рр., тоді як країни з політикою імпортозаміщення природно були обмежені у своїй спроможності нагромаджувати резерви у спосіб, що не призводив би до швидкого зростання зовнішнього боргу. Відповідно, дефіцитність платіжних балансів по-різному справляла вплив на характер політики щодо управління міжнародними активами. Якщо азійські країни, в цілому, змогли нагромадити значні резерви, обсяг яких дозволяв покривати дефіцит платіжних балансів навіть у середньостроковій перспективі, то, наприклад, латиноамериканські країни, обмежені у джерелах неборгового поповнення валютних резервів, дуже часто змушені були вдаватись до продажу золота на міжнародних ринках. Так, В.Кузнецов доводить, що криза міжнародної ліквідності 1980-1983 рр. та суттєве погіршення боргового статусу країн Латинської Америки та деяких африканських країн, спонукали до значних продажів жовтого металу з метою фінансування дефіцитних платіжних балансів; причому в окремих країнах обсяги таких продажів могли сягнути до 20% і більше від величини золотих резервів<sup>123</sup>.

По-третє, значні виплати в рахунок погашення та обслуговування зовнішніх боргів погіршували ситуацію щодо покриття грошової бази міжнародними активами. Це, у свою чергу, зумовлювало неспроможність багатьох центральних банків країн, що мали труднощі з нагромадженою зовнішньою заборгованістю, забезпечувати монетарну експансію, що не позначалась би на довірі до них в світлі очікуваного спекулятивного тиску на валютні резерви. Отже, значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями на самовідтворювальному рівні погіршували можливості центральних банків забезпечувати грошову стабільність. Окрім цього, борговий фактор підтримання останньої також набував принципового значення. З одного боку, це зумовлювалося тим, що формування міжнародних активів органів

---

<sup>123</sup> Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. — М.: Финансы и статистика, 1990. — С. 12-13.

грошової влади іноді потребувало суттєвого збільшення зовнішнього боргу, за рахунок чого центральні банки могли би здійснювати стабілізаційні заходи у монетарній сфері, що мало би виступити підґрунтям для подальшого економічного поживлення. З іншого боку, спроможність залучати ресурси для макроекономічної стабілізації виступала самодостатнім фактором формування очікувань ринкових агентів, внаслідок чого інконсистентна поведінка монетарних та фіскальних органів при здійсненні стабілізаційних заходів завжди позначалась на динаміці валютного курсу та рівні міжнародних резервів.

По-четверте, зв'язок між процентними ставками та рецесійними тенденціями в економіці має не такий зв'язок як в розвинутих країнах. В останніх уповільнення економічного зростання, тобто спадна фаза ділового циклу, проковує таку поведінку центральних банків як зниження процентних ставок. Таке циклічне пристосування не обов'язково означає перманентну дискреційність монетарної політики; реальний попит на гроші та інвестиції знижуються, що позначається на вартості фінансових ресурсів. Зниження процентних ставок центрального банку — це скоріше вторинна реакція на погіршення кон'юнктури, але за умов, що його політика дійсно не передбачає інконсистентного активізму. Коливання валютного курсу, викликані зниженням процентних ставок не справлять у розвинутих економіках суттєвого впливу, перш за все, на інфляційну ситуацію. У країнах, що розвиваються, де проблема довіри до монетарних органів є перманентною, а провідні валюти розглядаються як об'єкт інвестування та засіб збереження вартості, тенденції до рецесії, або ж кризові ситуації, індукують зворотній зв'язок між динамікою курсу та політикою щодо процентних ставок. Так, за погіршення кон'юнктури чи кризи ринкові агенти скоріше будуть очікувати експансивних кроків своїх центральних банків, оскільки їх статус слабкий, а фіскальний тиск значний, збільшуючи попит на його резервні активи. Якщо сюди додати проблему відпливу капіталів за макроекономічної дестабілізації, то захист цінової стабільності через намагання обмежити девальвацію чи запобігти їй буде неможливий без підвищення процентних ставок, навіть всупереч розвитку ситуації навколо ділового циклу. Саме тому центральні банки країн, що розвиваються, виявились набагато більше

обмеженні у маневрі з допомогою важелів процентної політики. Борговий фактор, справляючи тиск на міжнародні активи органів грошової влади, тільки погіршує ситуацію. Чим меншою мірою він буде визначати характер покриття грошової пропозиції резервами, отже чим більшою буде довіра до спроможності центрального банку захистити грошову стабільність через запобігання девальвації, тим ширшими будуть межі для маневру у сфері процентної політики за умов несприятливих циклічних збурень.

По-п'яте, структура експорту в світлі пристосування платіжного балансу до рівноважних умов на міжнародних ринках також диференційовано впливає на монетарну політику у країнах третього світу. Якщо в експорті домінують товари традиційних виробництв, то країна опиняється перед складною дилемою врівноваження платіжного балансу в умовах, коли погіршуються умови торгівлі чи падає зовнішній попит на її продукцію. Пристосування до автономних змін у зовнішньому попиті, рівно як і компенсація інфляційної динаміки всередині країни, можлива за рахунок девальвації, що суттєво ускладнює можливості у сфері контролю за інфляцією, імпорту капітальних активів, обслуговування зовнішніх зобов'язань. Що ж стосується країн з домінуванням в експорті товарів з високим ступенем обробки, то вони потенційно менш вразливі до зовнішніх шоків, оскільки їх експорт тяжіє до конкуренції у неціновому сегменті, що суттєво послаблює тиск на валютний курс з метою його девальвації, внаслідок чого монетарна політика може бути більш гнучкою. Незважаючи на суттєвий прогрес у більшості латиноамериканських країн у сфері реструктуризації експорту, у них та в багатьох африканських країнах має місце суттєве відставання високотехнологічного експорту порівняно з азійськими країнами, які з самого початку обрали шлях орієнтації на світогосподарські зв'язки.

Що стосується спільних моментів в організації функціонування центральних банків у країнах, що розвиваються, то слід наголосити на факті формування специфічної моделі грошово-кредитного регулювання, що постала під егідою дівелопменталізму. Останній суттєво відрізняється від макроекономічного активізму

монетарних органів у розвинутих країнах. Це обумовлюється наявністю цілого набору факторів, серед яких слід виділити:

незважаючи на зростання ролі держави в економіці після Другої світової війни, центральні банки розвинутих країн оперували здебільшого на макрорівні, не допускаючи перенесення грошової пропозиції у площину функціонування фінансів конкретних мікроєдиниць. Їх операції визначались потребою створити відповідні умови для антициклічного балансування у кейнсіанському контексті чи для забезпечення грошової стабільності у монетаристському. Відповідно, поведінка центральних банків орієнтується на загальний макроекономічний стан, який принципово не можна звести до конкретних відтворювальних проблем, з огляду на матричний характер ринкового саморегулювання при визначенні мікропроцесів, тільки агрегування яких створює передумови для того чи іншого вектору макроекономічних рішень. У країнах третього світу відсутні достатні інституціональні та організаційні стимули для орієнтації виключно на ринковий алокаційний механізм, оскільки предметної області його актуалізації може не існувати, а вище охарактеризовані методологічні підходи до розв'язання проблеми “дуалістичної економіки” роблять активність уряду у цьому процесі вихідним пунктом макрополітики. За рахунок цього мотивація до запровадження інституціональних антиінфляційних рамок, в яких повинні перебувати центральні банки, може бути відсутньою в принципі, що робить таку ситуацію кардинально відмінною від розвинутих країн, в яких історичні прецеденти визначальної ролі монетарних органів у забезпеченні грошової стабільності зберегли затребуваність незалежності грошово-кредитної політики як на гносеологічному, так і на імплементаційному рівні. Більше того, жодна розвинута країна після другої світової війни не зіткнулась з проблемою трьохзначної інфляції. Відповідно, вже на рівні визначення основного завдання монетарних органів у більшості країн третього світу сам факт того, що вони повинні оперувати на макрорівні, не будучи заангажованими у розв'язанні окремих галузевих чи секторних проблем, ігнорувався. Наприклад, основним завданням центральних банків Пакистану й Індії є стимулювання розвитку сільського господарства через механізми пільгового кредитування,

відповідно, Бангладеш та Шрі-Ланки — досягнення високого рівня виробництва, зайнятості створення та розвиток виробничих ресурсів, Китаю — забезпечення економічного зростання, а згодом, додатково забезпечення стабільності валютного курсу тощо;

оперування на макрорівні передбачає наявність трансмісійних каналів, через які передається вплив рішень монетарних органів на кінцеві макроекономічні цілі. Розвинуті фінансові ринки, розгалужена банківська система тощо створюють якісне середовище, в якому можливість оперувати впливати на макропроцеси через операції на грошовому ринку не потребує зсуву в напрямку корекції ринкового механізму як такого. У багатьох країнах третього світу у 1950-1960-х рр. ефективного фінансово-банківського сектору не існувало, в інших він був достатньо слабкий для того, щоб забезпечити фінансування “великого удару” чи задовольнити попит на фінансові ресурси, що, зрештою, робило неможливим знаходження та побудову трансмісійних механізмів передачі рішень центральних банків з макрорівня на макроекономічні тенденції. Це створювало передумови для формування відмінної моделі функціональної поведінки центральних банків, перед якими ставляться завдання з підтримання економічного розвитку без наділення їх антиінфляційним мандатом чи інституціональним захистом їх незалежності, що підтверджують наведені вище приклади визначення їх основного завдання в окремих країнах, що розвиваються.

Відповідно, активізм монетарних органів розвинутих країн буде проявлятися тільки в характері реакцій на стан ділової кон’юнктури та інфляційну ситуацію, тоді як дівелопменталізм в монетарному процесі буде суттєво відрізнятися і зводиться до прямої участі центральних банків у програмах зі стимулювання розвитку економіки.

Так, до основних форм прямої участі органів грошової влади у заходах із забезпечення розвитку, які стали панівною тенденцією в розвитку функціонального модуля активності центральних банків у країнах, що розвиваються, можна віднести: селективну монетарну політику; портфельні обмеження; застосування прямих методів контролю за монетарними параметрами, підтримання системи множинних валютних курсів тощо.

Зміст селективної політики впливає з самої ідеї активної індустріалізації за участі держави та її прямої участі у формуванні чи підтримці цілих галузей. Відповідно, в залежності від галузевого вибору та оголошених структурних пріоритетів, центральний банк зобов'язувався надавати: а) прямі пільгові кредити господарюючим суб'єктам; б) пільгові кредити структурам, що обслуговують оголошені пріоритетні галузі; в) кошти для створення та рекапіталізації фінансових структур, які визначались як такі, що повинні забезпечувати кредитне обслуговування відповідних секторів. Так, центральні банки багатьох латиноамериканських країн впродовж 1950-1960-х рр. надавали кредити на створення галузей важкої промисловості, монетарні органи Індії та Пакистану здійснюють пряму підтримку сільського господарства. В Азійських країнах основна увага приділялась фінансуванню експортних виробництв з високим ступенем обробки, а самі форми селективності в організації монетарного регулювання носили м'який характер, орієнтуючи пропозицію грошей в основному до сфери фінансового посередництва, що дозволяло частково зберегти ефективність алокаційного механізму. До кінця 1970-1980 х рр. елементи селективної політики збереглись в основному у найбільш слаборозвинутих країнах та тих, які досі частково сповідують соціалістичний підхід до організації державного втручання в економіку.

Політика портфельних обмежень в основному має дві форми. З одного боку, банківські установи отримують кількісні завдання зі спрямування кредитів у відповідні сектори, а якщо їм бракує ліквідності, то вони рефінансують утворені активи через центральний банк. З іншого боку, останній змушує фінансових посередників розміщувати частину активів у інструментах державного боргу. Перший випадок тісно пов'язаний із селективною політикою, а характер участі органів грошової влади у такій системі визначається тим, наскільки розвинутим є фінансовий ринок чи доступний довгостроковий банківський кредит позичальникам. Чим більшою мірою фінансово-банківський сектор спроможний задовольнити структурні пріоритети, тим втручання центрального банку буде більш непрямим і зводиться до створення пільгових режимів рефінансування тощо. Чим меншою мірою банківські структури відповідають на запити урядових пріоритетів, тим більш

прямою стає участь центрального банку в системі спрямування преференційного кредиту. Другий випадок відображає, або встановлення обов'язкового нормативу придбання державних цінних паперів (наприклад в Індії), або створення таких умов на грошовому ринку, коли придбання останніх буде більш вигідним порівняно з альтернативними формами розміщення активів. Логіка нав'язування банкам операцій з придбання державного боргу визначається тим, яку роль відіграє уряд в процесі інвестиційної підтримки структурних пріоритетів. Тобто якщо уряд бере на себе ініціативу зі створення цілих сфер економіки, то центральний банк забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів на користь збільшення частки споживанні внутрішнього кредиту у суспільному секторі, внаслідок чого приватний сектор або витісняється з інвестиційного процесу, або не допускається у нього з політичних міркувань.

Застосування прямих методів контролю за монетарними параметрами у вузькому розумінні, як правило, зводиться до встановлення верхніх меж коливань процентних ставок по кредитах та депозитах (в окремих випадках, в азійських країнах встановлювались обмеження на коливання ставки по депозитах вниз з метою збільшення частки нагромаджень у структурі ВВП за категоріями використання). Якщо обмеження на коливання ставок по депозитах покликано зробити банківські пасиви менш дорогими, то встановлення стель кредитних ставок передбачає створення в економіці перманентного завищеного попиту на кредити. Банки, будучи неспроможними його задовольнити, потрапляють у залежність від політики центрального банку щодо грошової пропозиції. Остання може спрямовуватись згідно селективних міркувань. Такий монетарний режим застосовувався практично у всіх країнах третього світу, і навіть в окремі періоди у розвинутих країнах (Франції, Італії, Іспанії у 1950-1960-х рр.), що дозволяло стимулювати кредитну підтримку інвестиційного процесу. Альтернативний підхід до встановлення кількісних монетарних параметрів демонстрував у 1950-х рр. Банк Японії, який поруч з продажем ресурсів за ставками, наближеними до ринкових, організовував кількісні тендери, на яких вигравав той банк, який зобов'язувався розмістити більшу суму пасивів, сформованих у такий спосіб. В широкому



розумінні, контроль за монетарними параметрами передбачає більш складну систему організації грошової пропозиції центральним банком. Так, обмеження на коливання процентів, збільшуючи попит на кредити, рано чи пізно позначалось на інфляційній ситуації в країні. З метою контролю за інфляцією органи грошової влади почали встановлювати кількісні обмеження на приріст кредитів, а такі обмеження — варіювати в залежності від сфери спрямування позикових ресурсів. Така система кількісного контролю у монетарній сфері проводилась в основному у Південній Кореї та Японії у 1950-1970-х рр. і відображала намагання поєднати принцип раціонування кредитних ресурсів з обмеженням інфляційних коливань<sup>124</sup>.

Створення систем множинних валютних курсів, передбачаючи перерозподіл доходів між експортною та імпортною діяльністю, також розглядалось як фіскальний засіб стимулювання структурних зрушень. Що стосується імпорту, то завищений курс національної грошової одиниці, як правило, застосовувався для здешевлення придбання за кордоном інвестиційних товарів. Стосовно експорту, то заниження курсу вводилось для товарів з вищим ступенем обробки, порівняно з завищеним — щодо товарів з низькою часткою доданої вартості. Система множинних курсів впродовж 1970-1980-х рр. активно застосовувалась в основному країнами Африки, Близького Сходу та Середньої Азії.

Проте реалізація політики обмежень щодо фінансового сектора могла підтримуватись виключно на тлі контролю за рухом капіталу. Необхідність останнього впливала як з функціонального змісту монетарної політики в системі заходів зі сприяння розвитку, так і з намагання обмежити вплив капіталів, які не могли знайти ефективного застосування в умовах кількісних обмежень на доходність тих чи інших активів. Контроль за рухом капіталу так чи інакше позначався на поступовому зсуві у бік боргової моделі розвитку, яка була реалізована за активної експансії суспільного сектора економіки. Спротив прямим іноземним інвестиціям, який мав місце впродовж 1960-1970-х рр. у латиноамериканських та африканських країнах тільки консервував відтворювальні проблеми, породжені такою моделлю, ставлячи можливість подальшого прогресу у

---

<sup>124</sup> Японская экономика в преддверии XXI века. — М.: Наука, 1991. — С. 281-321.

цілковиту залежність від можливостей підтримання значного позитивного сальдо зовнішнього фінансування, що виявилось неможливим вже на початку 1980-х.

Попри те, що сама боргова модель підтримки індустріалізації (в основному щодо її імпортоорієнтованого варіанту) виявилась неефективною, дівелопменталізм у монетарній сфері також позначився на суттєвому викривленні макроекономічних та відтворювальних процесів. По-перше, створені штучні преференції окремим секторам економіки та відсутність рівноважних процентних ставок так чи інакше позначились на функціонуванні алокаційного механізму, що на тлі обмежень зовнішньої конкуренції ставало дедалі відчутним викликом економічному зростанню. Незважаючи на достатньо успішне застосування неринкових засобів монетарної політики (так звана фінансова репресія) у багатьох азійських країнах, загальної кореляції між такою моделлю поведінки центральних банків та економічним розвитком не існує. Наприклад, Н.Рубіні та Х.Сала-і-Міртін констатують, що успішність фінансової репресії, продемонстрована в азійських країнах, скоріше виключення з правила. Скоріше, успіх економічного піднесення був досягнутий експортною орієнтацією, схильністю до інновацій, відкритістю конкуренції, тоді як політика адміністрування у монетарній сфері відіграла певну роль на початках індустріального становлення<sup>125</sup>. Звідси можна зробити висновок про те, що визначальними факторами економічного зростання країн третього світу є характер включення у світогосподарську систему, на який центральний банк може відносно ефективно впливати тільки в обмежений період формування його принципів рис. Підтримання нерівноважних процентних ставок та селективна політика у довгостроковому періоді дуже швидко зруйнують досягнення заходів з підтримки розвитку; однаково ефективною для всіх моделі монетарного дівелопменталізму існувати не може, оскільки вона не є фундаментальним елементом забезпечення та підтримання економічного зростання. Саме тому сформувались достатньо усталені уявлення про роль фінансової репресії в заходах з підтримки розвитку. Вони можуть бути ефективними на початках, коли фінансові

---

<sup>125</sup> Roubini N., Sala-I-Martin X. Financial Repression and Economic Growth // Journal of Development Economics. — 1992. — vol. 39. — №1. — P. 5-30.

ринки та банківська система не спроможні виконувати повною мірою алокаційної функції як з інституціональних, так і з ресурсних міркувань. В подальшому, штучні обмеження у грошово-кредитній сфері тільки негативно позначаються на розвитку фінансового посередництва, чим індукують уповільнення зростання ВВП та добробуту.

По-друге, дівелопменталістська організація стосунків між центральним банком та іншими економічними агентами призводить до поступового зсуву грошової пропозиції в напрямку вирішення фіскальних проблем. Наприклад, М.Фрай, Ч.Гудхарт та А.Алмеїда констатують, що залежність центральних банків від уряду у багатьох країнах третього світу, сформована в рамках філософії підтримки розвитку, зумовлює послаблення бюджетних обмежень і на макро-, і на мікрорівні. Причому, втягнення органів грошової влади у вирішення фіскальних проблем може не обов'язково зводитись до прямої монетизації бюджетного дефіциту. Створення штучних переваг для інвестицій у державні цінні папери на тлі контролю за процентними ставками з метою недопущення швидкого зростання державного боргу компенсують слабкість фіскальної системи країни (яка, понад усе, у країнах третього світу має інституціональну природу, проте важкі макроекономічні наслідки). Відповідно, центральний банк виконує роль своєрідного монетарного доповнення до бюджетної системи<sup>126</sup>. З позиції теорії суспільного вибору таку ситуацію достатньо легко пояснити з огляду на те, що експансія бюрократії на тлі неспроможності забезпечити зважений перерозподіл позначається на формуванні таких політичних ринків, на яких ідея уникнення від оподаткування пропагується під егідою дівелопменталізму. При цьому, компенсувати фіскальний дисбаланс набагато простіше за рахунок слабого інституціонального статусу центрального банку, внаслідок чого його незалежність може не виявитись політично привабливою. Інфляційне оподаткування у такий спосіб відіграватиме роль перекладання тягаря по підтримці неефективних секторів та окремих виробництв на усе суспільство.

---

<sup>126</sup> Fry M., Goodhart Ch., Aleida A. Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence. — London: Routledge, 1996. — P. 2-12.

По-третє, дівелопменталістська модель поведінки центральних банків вже наприкінці 1970-х рр. стала потужним чинником посилення інфляційних тенденцій у тих країнах, де відсутність зростання, зорієнтованого на світогосподарські зв'язки, індукувала глибокі макроекономічні диспропорції та боргові проблеми. Потреба у заходах з макроекономічної стабілізації, а в широкому контексті — структурної адаптації економік латиноамериканських та африканських країн, позначилась на послабленні загальної тенденції до адміністрування та раціонування у грошово-кредитній сфері. Багато в чому така ситуація обумовилась співробітництвом з МВФ, у пакеті реформ якого домінує орієнтація на посилення ролі ринкових алокаційних чинників у сфері організації фінансово-банківського сектора та усунення прямих неринкових інструментів з арсеналу центральних банків.

Отже, уповільнення темпів економічного зростання багатьох країн третього світу та занепад ідеології індустріалізації на основі імпортозаміщення вимагали посилення ролі факторів міжнародної економіки у забезпеченні розвитку, що позначилось на системній переорієнтації у бік заохочення фінансових потоків, які не створюють борги, лібералізації, приватизації тощо. Якщо у випадку розвинутих країн, тенденції до посилення орієнтації на фактори міжнародної економіки були зумовлені занепадом кейнсіанського макроекономічного механізму та стагфляцією, то країни, що розвиваються, також зробили відповідний поворот у бік системного входження у світове господарство з метою подолання обмежень, які накладаються на зростання ВВП та добробуту автаркічною орієнтацією макроекономічної політики на акселерацію інвестицій у капіталомісткі сектори. А це вже вимагало подальшої адаптації центральних банків у країнах третього світу, так само як і в розвинутих країнах, до функціонування в умовах відкритої економіки, що глобалізується.

## **РОЗДІЛ 3. СИСТЕМНА ТРАНСФОРМАЦІЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ПРОЦЕСАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

### **3.1. Макроекономічні зміни у середовищі функціонування центральних банків**

Масштабні перетворення у сфері макроекономічної політики у розвинутих країнах, реалізація програм зі структурної адаптації у країнах третього світу, лібералізаційні та технологічні зміни у середовищі функціонування фінансового посередництва у всьому світі багато в чому визначили ландшафт формування трансформаційних тенденцій у сфері функціонування центральних банків. Варто відзначити, що системні макроекономічні та інституціональні реформи початку та середини 1980-х рр., безумовно детермінуючи актуалізацію другої хвилі глобалізації, знаходяться у діалектичному зв'язку між нею та її наслідками для органів грошової влади. Така діалектичність пов'язана з наступним: занепад кейнсіанської (та її різних інверсій) макроекономічної доктрини стимулювання попиту потребував реорганізації характеру функціонування монетарної політики в світлі необхідності переходу до орієнтації економічного зростання на світогосподарські зв'язки; лібералізаційні заходи та процеси відкриття національних економік, в першу чергу, міжнародному рухові товарів, а згодом і капіталів, виступили імплементаційним проявом зміни характеру макроекономічної політики і, разом, сформували підґрунтя для розвитку процесів глобалізації; самі по собі заходи з глибоких макроекономічних та інституціональних реформ у сфері монетарної політики відображали внутрішнє, національне, бачення координат ефективності функціонування центральних банків, що на гносеологічному рівні можна розуміти як іманентний процес їх еволюції; набрання сили глобальними процесами, відповідно, створило передумови для того, що вище окреслені трансформації центральних банків індукувались такими процесами, отже, виступили їх наслідком.

Звідси випливає, що фундаментальні зрушення у сфері функціонування центральних банків з кінця 1980-х і особливо у 1990-х рр. повинні діалектично відображати як актуалізований вибір на користь підвищення їх ефективності в умовах зміни теоретично-парадигмальних засад функціонування монетарних

органів та їх інституціонального забезпечення, так і необхідність такого вибору в світлі посилення глобалізаційних тенденцій. Зокрема, якщо в основі останніх знаходиться примат ринкового механізму, а в основі зміни макроекономічної доктрини — орієнтація на посилення його актуальності в процесах економічного зростання та структурних трансформацій господарства, то обидві тенденції, окрім цього, збігаючись у часі, втілюють принцип детермінаційної поліфонії, зовнішній прояв якого набуває синкретичного характеру, визначеного унікальністю конкретно-історичного досвіду. Отже, традиційні модуси актуальних проблем монетарної політики в умовах глобалізації не зникають, а трансформуються під її впливом, розширюючи спектр якісних змін у середовищі функціонування центральних банків та їх інституціонального забезпечення. Але, водночас, глобалізація привносить нові елементи у характер прояву таких актуальних проблем та створює нові виклики органам грошової влади. Останні безпосередньо пов'язані з такими процесами як зростання відкритості економік і, відповідно, посилення взаємозалежності між ними та зростання продуктивності праці, що зумовлено технологічними інноваціями, появою феномену нової економіки, позитивний ефект якої резонується фактом відкритості — отже глобалізаційними процесами.

Щодо тенденцій у сфері відкритості, то можна стверджувати: її рівень суттєво зріс за останнє десятиліття. Так, співвідношення зовнішньої торгівлі щодо ВВП на рівні світової економіки в цілому зросло з 32,4% у 1990 р. до 40,0% у 2000 р. Підвищення мобільності капіталів за відповідний період мало ще більш яскраво виражений характер. Якщо величина валових потоків приватного капіталу на рівні світової економіки в цілому в 1990 р. становила 10,3%, то у 2000 — 29,1%, а валових прямих іноземних інвестицій, відповідно, 2,7% та 8,8%. Аналогічні тенденції властиві практично усім регіонам та групам країн. Так, відповідні показники за такий самий період для країн з низьким рівнем доходу становили 26,7% та 41,3%, 3,0% та 4,8%, 0,5% та 1,6%; для країн з середнім доходом — 36,6% та 53,5%, 7,6% та 12,0%, 1,0% та 3,8%; для країн з високим доходом — 32,0% та 37,1%, 11,0% та 33,6%, 3,0% та 10,1%. Якщо для країн з низьким та середнім рівнем доходів суттєво зросла відкритість за показниками міжнародної торгівлі та незначно за показниками

руху капіталу, то для країн з високим рівнем доходу навпаки — зростання відкритості за показниками валових потоків приватного капіталу та валових прямих іноземних інвестицій було більш суттєвим, порівняно із зростанням відкритості за показниками торгівлі. Така ситуація обумовлюється як більш високим рівнем розвитку зовнішньої торгівлі у високо розвинутих країнах на попередньому етапі, так і більш глибокою та всеохопною лібералізацією фінансових ринків та руху міжнародного капіталів. Наведені дані також свідчать про тенденцію концентрації фінансово-інвестиційних операцій у розвинутих країнах. В розрізі груп країн, об'єднаних за регіональним принципом, також спостерігається загальне підвищення відкритості національних економік міжнародному руху товарів та капіталів. Якщо підвищення частки зовнішньої торгівлі у ВВП в цілому властиве усім регіонам майже пропорційно, то найбільшого рівня зростання міжнародні потоки капіталу досягли у країнах Європейського валютного союзу (практично потроїлись)<sup>127</sup> (детальніше див. додаток В).

Технологічні зрушення позначились на підвищенні продуктивності праці, появі секторів з більш гнучкими адаптивними реакціями до нових рівноважних умов. Зрештою, вони забезпечили мікро-структурні передумови для формування глобальної економіки внаслідок того, що відтворювальні процеси вже не обмежувались національними кордонами через здійснення масштабних лібералізаційних заходів, спрямованих на інтеграцію із світовим господарством, наслідком чого виступило підвищення рівні відкритості національних економік. Так, табл. 3.1. демонструє динаміку продуктивності виробничих факторів у найбільш розвинутих країнах світу.

*Таблиця 3.1.*

**Зростання продуктивності факторів у найбільш розвинутих країнах**

Країна	Зростання продуктивності праці		Зростання факторної продуктивності в цілому	
	1990-1994	1995-2000	1990-1994	1995-2000
Австралія	2,11	2,39	1,10	1,57
Канада	1,70	1,13	0,41	0,53
Фінляндія	4,05	3,74	2,25	4,26
Франція	1,98	2,31	0,41	1,52
Німеччина	2,21	2,03	0,90	1,18

<sup>127</sup> World Development Indicators. — Wash. World Bank, 2003. — P. 332-334.

Ірландія	4,60	4,00	4,30	4,50
Італія	2,37	1,62	1,01	0,72
Японія	2,98	1,67	1,34	0,65
Нідерланди	2,37	1,56	1,66	1,28
Норвегія	3,45	1,64	2,86	1,20
Іспанія	3,15	0,79	0,83	0,44
Швеція	2,45	2,02	1,14	1,76
Велика Британія	2,35	1,40	1,37	1,05
США	1,29	2,16	1,03	1,69

Джерело: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. — 2003. — №765. — Table 3.

Як видно з даних табл. 3.1., тенденція до підвищення продуктивності праці та загальної факторної продуктивності мала місце в усіх розвинутих країнах. При цьому випереджаючими темпами зростала продуктивність такого фактору як праця. Так, зростання ВВП для розвинутих країн в цілому за період у 1990-2000 рр. склало 2,5%, для країн Європейського валютного союзу — 2,0%<sup>128</sup>. При цьому, якщо загальна продуктивність факторів для даної групи країн зросла на 1,5%, то продуктивність праці — на 2,3%, що співмірно з динамікою ВВП. Зазначене можна розглядати як прояв позитивного впливу технологічних інновацій на динаміку виробництва в цілому за одночасного гальмування позитивних зрушень збереженням структурної негнучкості окремих секторів, зокрема тих, що не зазнали суттєвого впливу з боку відкритості.

Зазначені процеси, відповідно, не можуть не відображати інтенсивності змін у макроекономічному середовищі монетарної політики країн, які мають відмінний рівень розвитку та відмінний ступінь втягнення у глобальні торгівельно-фінансові потоки. Тобто, природно, що у найбільш розвинутих країнах, процеси глобалізації мають більш суттєві наслідки для їх центральних банків, а у менш розвинутих країнах макроекономічне середовище їх функціонування буде трансформуватись за подібністю до того, як воно зазнає змін у перших, але із певним запізненням та своєю специфікою.

Можна виділити такі макроекономічні модуси монетарної політики, в середовищі яких відбуваються суттєві зміни за останнє десятиліття, і які, певною мірою, завжди були визначальними детермінантами поведінки центральних банків,

<sup>128</sup> World Development Indicators. — Wash. World Bank, 2003. — P. 188.



тобто, формуючи профіль їх активності, калібрували характер прояву їх ролі у ринковій системі:

тенденції у сфері циклічних коливань та волатильності макроекономічних параметрів;

динаміка інфляційних процесів;

внутрішня реорганізація макрорегулятивного механізму державної активності та характер нейтральності макрополітики;

проблема альтернативності між інфляцією та безробіттям;

поведінка процентних ставок в умовах зростання відкритості;

формування глобальної макроекономічної рівноваги.

### 3.1.1. Циклічні коливання та глобалізація: наслідки для центральних банків

Безумовна важливість циклічної активності ринкової економіки для розробників монетарної політики впливає з того, наскільки вони повинні реагувати на неї, виходячи і зі свого основного завдання, і виходячи із загальної побудови макроекономічної доктрини, що, зрештою, визначає характер їх поведінки у коротко- та довгостроковому періоді. Попри згладжений характер коливань ділової активності у 1950-1960-х рр., для наступних двох десятиліть атрибутивним є суттєве підвищення амплітуди коливань динаміки ВВП у найбільш розвинутих країнах світу. Але вже з кінця 1980-х рр. динаміка кон'юнктурних процесів набуває більш згладженого характеру (див. табл. 3.2.).

Таблиця 3.2.

#### Зростання ВВП у країнах ЄС та США

Рік	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
ЄС	3,0	5,4	4,7	4,8	5,9	4,3	3,9	3,4	5,2	6,1	4,9
США	2,0	2,3	6,1	4,4	5,9	6,5	6,6	2,5	4,8	3,2	0,2
Рік	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
ЄС	3,3	4,5	6,0	1,9	-0,6	4,5	2,7	3,0	3,6	1,8	1,8
США	3,2	5,4	5,8	-0,2	-0,3	5,3	4,6	5,8	3,4	0,0	0,0
Рік	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ЄС	0,9	1,7	2,3	2,6	2,8	2,8	4,3	3,5	2,9	1,7	1,2
США	-1,9	4,2	7,3	3,8	3,4	3,5	4,2	3,5	1,7	0,2	3,3
Рік	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ЄС	-0,4	2,8	2,4	1,6	2,5	2,7	2,3	3,4	0,3	2,4	2,6
США	2,4	4,1	2,7	3,7	4,5	4,3	4,1	3,6	1,5	0,9	0,5

Джерело: Сискос Е., Дарвиду К. Европейский союз и устойчивость глобальной экономики // Вісник ТАНГ. — 2002. — №8-1. — С. 34-35.; World Economic Outlook. — IMF: Washington D.C., 2004. — Р. 173.

Як видно з даних табл. 3.2. на прикладі США та країн ЄС, саме з середини 1980-х починають формуватись більш згладжені тренди динаміки ВВП, що ще більш яскраво проявилось у 1990-х. Уповільнення економічного зростання внаслідок політичних потрясінь початку ХХІ ст. та структурні проблеми у таких провідних країнах як Японія та Німеччина все одно підтверджують тенденцію до посилення сталості економічного зростання, навіть якщо воно відбувається нижчими темпами. Наприклад, російський економіст Г.Скоров відзначає, що “уповільнення або призупинення економічного зростання мають, як правило, характер помірної рецесії, а не руйнівних криз надвиробництва”, і додає: “Спад 2001-2002 рр. лише підтвердив, що економічний цикл став більш згладжений”<sup>129</sup>.

Про загальну тенденцію згладжування ділового циклу свідчать не тільки дані про динаміку реального ВВП, але й дані щодо ВВП-розриву (який обраховується як різниця між фактичним ВВП та потенційним; він коректніше відображаючи циклічну складову динаміки виробництва). Останній показник дозволяє порівняти поточну ситуацію з потенційною, яка склалась, враховуючи попередні тренди. За рахунок цього циклічність вимірюватиметься не амплітудою коливання фактичного показника, а величиною його відхилення від трендового, що втілює вже спожиті капітальні фактори, отже відображає характер існуючого на даний момент завантаження виробничих потужностей. Дані, представлені на рис. Г.1. додатку Г, дозволяють стверджувати, що затухання циклічних коливань, виміряних з допомогою показника ВВП-розриву для 20 країн ОЕСР, припадають на початок 1990-х рр., тобто співпадають в часі з розвитком глобалізаційних процесів. Суттєве зменшення амплітуди коливання даного показника говорить як про менш стрибкоподібне економічне зростання розвинутих країн, так і про згладжені кон’юктурні спади. Наприклад, загальне позитивне значення цього показника (яке свідчить про суттєве економічне зростання), яке мало місце у 1987-1991 рр. та у 1997-2001 рр. є нижчим, порівняно з тим, яке мало місце у період 1971-1974 та 1977-1980 рр. Але при цьому різниця між загальним негативним значенням цього

---

<sup>129</sup> Скоров Г. Капитализму XXI века предстоит решать труднейшие задачи // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 5, С. 6.

показника за період 1991-1996 та 2001-по д.ч. та за період 1974-1977 й 1980-1987 рр. є більшою, ніж аналогічна, обрахована для позитивних значень ВВП-розриву за наведені періоди. Це говорить про те, що глибина економічних спадів в умовах глобалізації є суттєво меншою, порівняно з попереднім періодом, хоча економічні підйоми нижчі. Разом це формує більш згладжений діловий цикл, негативна фаза якого передбачає менш болісну реакцію національного господарства, що меншою мірою вимагає від центрального банку спрямовувати арсенал експансивної політики для розв'язання проблеми рецесії.

В основі детермінант формування більш сталого економічного розвитку провідних країн знаходиться ряд мікро-відтворювальних факторів, серед яких можна виділити такі: трансформація системного зв'язку між інвестиційним процесом та інноваціями, внаслідок чого оновлення капіталу набуває безперервного характеру, формуючи підґрунтя для послаблення залежності між довгостроковою віддачею виробничих факторів і одномоментними інвестиціями в основний капітал; софтизація економічної структури, тобто підвищення частки послуг у структурі виробництва і споживання (вплив софтизації економіки на стабілізацію циклічних коливань пояснюється тим, що послуги мають нематеріальний характер і не потребують властивого для матеріального виробництва масштабного нарощування перенесеної вартості, яке має спорадичний характер в світлі концепції довгих хвиль); формування тенденції до зниження частки запасів в оборотному капіталі, внаслідок чого мікроєдиниці набагато гнучкіше реагують на шоки попиту, порівняно з періодом 1950-1970-х рр., інтегральним виразом чого стає підвищення гнучкості сучасної економіки в цілому, який був їй властивий за часів золотого стандарту (зауважимо, що, наприклад, американські економісти М. МакКоннелл та Г. Квіроз вважають зниження коефіцієнта “запаси до обороту” визначним фактором зменшення флуктуацій ВВП<sup>130</sup>, але таку поведінку сучасних корпорацій можна розглядати і під кутом зору прискорення інноваційно-технологічних змін, внаслідок яких споживчий попит стає дедалі мінливіший, і під кутом зору трансформації

---

<sup>130</sup> McConnell M.M., Quiros G.P. Output Fluctuations in the United States: What has changed Since the Early 1980s? // American Economic Review. — 2000. — №90. — P. 1464-1476.

макроекономічної політики, яка перестала щільно пристосовуватись з допомогою регулювання сукупного попиту до шоків споживання та інвестицій відповідно до кейнсіанських уявлень).

Щодо макроекономічних факторів, то сам факт трансформації макрорегулятивного механізму, зорієнтованого на посилення ролі ринкового алокаційного механізму у сфері рівноважних процесів, відображає позитивні наслідки для утворення передумов для послаблення циклічних коливань (див. нижче).

Разом з тим, зазначені фактори посилення сталості макроекономічних трендів відображають процеси, які мають місце на рівні функціонування національної економіки. Зростання відкритості, релевантне глобалізації, повинно передбачати формування дещо відмінних закономірностей у сфері протікання циклічних процесів. Варто відзначити, що відкритість і, породжувана нею взаємозалежність, теоретично достатньо двозначно позначаються на волатильності макроекономічних процесів. Це стосується відкритості як за показниками міжнародної торгівлі, так і за показниками мобільності капіталів. Стосовно впливу інтеграції національних економік по каналах торгівлі, можна відзначити, що вплив останньої на коливання ділової активності визначатиметься характером спеціалізації та природою шоків. Наприклад, П.Кругман констатує, що у випадку, коли зростання відкритості асоціюється з підвищенням міжсекторної спеціалізації, то специфічні шоки, властиві даній галузі виробництва, суттєво впливатимуть на посилення волатильності ВВП, а згодом і споживання<sup>131</sup>. Тоді як підвищення ролі інтрасекторної торгівлі в процесах відкритості, навпаки, посилюватиме стійкість динаміки ВВП, що, на думку американських економістів А.Разіна та К.Роуза, обумовлюється підвищенням частки проміжної торгівлі у вхідних потоках товарів<sup>132</sup>.

М.Айхан Коуз, Е.Прасад та М.Терронес узагальнюють дослідження впливу відкритості на волатильність макроекономічних параметрів, виділяючи наступні можливі канали її негативного впливу на посилення циклічних коливань:

---

<sup>131</sup> Krugman P. Lessons of Massachusetts for EMU / The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. — Ed. by F.Giavazzi and F.Torres. — Cambridge University Press, 1993. — P. 241-261.

<sup>132</sup> Razin A., Rose K. Business-Cycle Volatility and Openness / Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth. Ed. by L. Leiderman and A. Razin. — Cambridge University Press, 1994. — P. 48-76.

торгівельна відкритість може негативно позначатись на циклічності через, по-перше, зміну умов торгівлі та шоки зовнішнього попиту (особливо у випадку слаборозвинутих країн із слабким фінансовим сектором), по-друге, зміну продуктивності праці у великих економіках, внаслідок чого у малих відбуваються адаптивні зміни, які і визначають коливання кон'юнктури.

Стосовно впливу фінансової відкритості, то вони констатують неоднозначність теоретичних припущень з приводу цього. З одного боку, відкритість посилює флуктуації ділової активності через: шоки монетарної та фіскальної політики, які, відображаючи реакцію на ті чи інші макроекономічні збурення, неспроможні реально вплинути на зміну реальних показників у середньостроковому періоді, через що послідує адаптивні реакції мікроєдиниць посилюють коливання кон'юнктури; зміну світової процентної ставки, що особливо властиво для країн з високим рівнем зовнішньої заборгованості та для країн, структура експорту та імпорту яких формує передумови до особливої чутливості до змін умов торгівлі, негативні наслідки чого неможливо компенсувати за рахунок ресурсів розвинутого внутрішнього фінансового ринку; циклічну динаміку зовнішнього фінансування на рівні окремої країни, внаслідок чого, за фазою припливу капіталу ззовні слідуватиме економічне пожвавлення, а за фазою відпливу чи уповільнення зростання обсягів припливу зовнішніх позикових ресурсів — рецесія, але в обох випадках саме недостатній розвиток внутрішнього фінансового ринку індукує ситуацію, коли останній неспроможний компенсувати пристосування внутрішньої кон'юнктури до флуктуацій зовнішніх фінансових надходжень. З іншого боку, фінансова лібералізація передбачає посилення внутрішнього фінансового ринку, утворення більш стійких зв'язків між внутрішніми потребами у позичковому капіталі і міжнародними ринками. Більше того, по-перше, доступ до диверсифікованих міжнародних ринків дозволяє суттєво покращити ситуацію довкола проблеми міжчасового згладжування, яке позитивно впливає на вирівнювання споживання в часі, а останнє виступає фактором стабілізації внутрішньої ділової активності, а, по-друге, фінансова відкритість передбачає

необхідність більш зваженої макроекономічної політики, яка би не дестабілізувала очікування учасників ринків, спонукаючи до втечі капіталів<sup>133</sup>.

Емпіричні дослідження даних економістів відображають, що відкритість економіки, в цілому, позитивно позначається на поступовому зниженні волатильності макроекономічних параметрів, в першу чергу, ВВП (див. табл. 3.3.).

Таблиця 3.3.

**Волатильність макроекономічних параметрів, 1960-2000 рр.**

		1960-2000	1960-ті	1970-ті	1980-ті	1990-ті
ВВП	Індустріальні країни*	2,18	1,91	2,46	2,3	1,61
	MFIE**	3,84	3,31	3,22	4,05	3,59
	LFIE***	4,67	3,36	4,88	4,53	2,70
Споживання (приватне)	Індустріальні країни	2,37	1,47	2,16	1,98	1,72
	MFIE	5,18	4,57	4,52	4,09	4,66
	LFIE	6,61	5,36	7,07	7,25	5,72
Дохід	Індустріальні країни	2,73	2,18	2,99	2,54	1,91
	MFIE	5,44	3,60	5,43	5,45	4,78
	LFIE	7,25	4,42	9,64	7,56	4,59
Загальне споживання (приватне + урядове)	Індустріальні країни	1,86	1,38	1,84	1,58	1,38
	MFIE	4,34	3,95	4,19	3,43	4,10
	LFIE	6,40	4,85	6,50	6,34	4,79

\* — 21 розвинута країна; \*\* — країни, більшою мірою інтегровані у міжнародні фінансові ринки, (22 країни); \*\* Країни, меншою мірою інтегровані у міжнародні фінансові ринки, (33 країни).

Джерело: Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/50. — P. 16.

З даних табл. 3.3. випливає загальний висновок: посилення відкритості у світовій економіці позначається на зменшенні волатильності макроекономічних процесів. Це проявляється у тому, що за період 1960-2000 рр. варіація основних макроекономічних параметрів, наведених у табл. 3.3., для кожного випадку перевищує аналогічну для періоду 1990-х рр., впродовж яких відбулось суттєве підвищення частки зовнішньої торгівлі у ВВП та збільшення валових потоків приватного капіталу.

Щодо розвинутих країн, то для них варіація ВВП впродовж 1990-х рр. була нижчою, навіть порівняно з 1960-ми, на які припала реалізація активістських

<sup>133</sup> Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/50. — P. 5-7.

кейнсіанських антициклічних програм на тлі загального повоєнного економічного зростання. Найвищою вона була впродовж 1970-х, після чого зазнала зниження у наступне десятиліття. Майже аналогічна тенденція властива усім іншим наведеним табл. 3.3. макроекономічним параметрам. Ситуація у країнах третього світу менш однозначна, хоча і вона відображає, що відкритість позначається на зменшенні волатильності макрозмінних, особливо ВВП, доходу та загального споживання. Разом з тим, для країн третього світу, що менш інтегровані у міжнародні фінансові ринки, властива менша варіація практично усіх показників порівняно з попередніми періодами, тоді як для країн, що є більш інтегрованими, волатильність споживання та загального споживання виявились вищими, ніж аналогічні показники за 1980-ті. З одного боку, це свідчить про менш однозначні вигоди від відкритості економіки глобальним процесам для тих країн, фінансові ринки яких не досягли суттєвої глибини, масштабів та надійності, а макроекономічна політика приховує потенційні ризики дестабілізації, а з іншого, — про те, що розвинуті країни є більш гомогенними щодо масштабів відкритості та її позитивних детермінант, навіть попри відмінні шоки та реакції на них.

### **3.1.2. Дезінфляція як панівна тенденція сучасної монетарної політики**

Однією з найбільш яскравих закономірностей трансформації макроекономічного середовища функціонування центральних банків в умовах глобалізації є загальне зниження інфляції. Так, тенденції у сфері інфляції, з одного боку, відображають характер поведінки монетарних органів в світлі проблеми циклічних коливань, а з іншого — атрибутивні риси нової ери грошово-кредитного регулювання, для якого властивий вихід на низькі інфляційні траєкторії, які практично неспівмірні з тими, які мали місце в умовах інфляційного зміщення макроекономічної політики 1970-х рр. та повільної та суперечливої дезінфляції у 1980-х.

Загальне зниження інфляції в умовах глобалізації властиве практично всім регіонам світу (див. табл. 3.4.).

*Таблиця 3.4.*

#### **Інфляція у глобальній економіці, середня за десятиліття**

	1985-1994	1995-2004
--	-----------	-----------

Розвинуті країни	3,8	1,9
США	3,6	2,3
Зона євро	-	1,9
Японія	1,6	-0,1
Інші розвинуті країни	5,9	2,3
Африка	28,1	15,5
Нові індустріальні країни Азії	11,0	4,8
Туреччина та Близький Схід	26,3	22,2
Латинська Америка	190,7	12,3

Джерело: World Economic Outlook. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2004. — P. 184.

Як видно з табл. 3.4., попри загальну тенденцію до зниження інфляції характер покращення ситуації у цій сфері неоднорідний. Якщо у розвинутих країнах відбулося її подальше зниження до мінімальних значень, у країнах Азії — наближення до рівня інфляції в розвинутих країнах, в Африці — двократне зниження, то у Латинській Америці — найбільш нестабільному у даному контексті регіоні — інфляція знизалась у понад 10 разів (більш детально див. табл. Г.1, Г.2. додатку Г).

Агреговані дані по країнах ОЕСР, представлені на рис. Г.1. у додатку Г, також демонструють спадаючий інфляційний тренд, властивий найбільш розвинутим країнам. Причому, якщо перший суттєвий повоєнний спадний тренд інфляції припав на 1980 р. внаслідок реалізації жорсткої рестриктивної політики, потреба у якій зумовлювалась намаганнями вирішити проблему інфляційного зміщення, то другий припав на початок 1990-х рр., відображаючи подальше зниження інфляційного фону у даній групі країн.

Суттєве покращення інфляційної ситуації за останні роки (і особливо у другій половині 1990-х рр., на які припадає посилення глобалізаційних процесів) у країнах Латинської Америки, є особливо важливим, оскільки даний регіон належить до тих, який мав тривалий досвід гіперінфляції, суперечливих стабілізаційних заходів та циклічної зміни періодів високої та помірної інфляції. Більше того, як показано у параграфі 2.2., реалізація програм індустріалізації з орієнтацією на імпортозаміщення не спонукала до формування інституціональних передумов боротьби із зростанням цін, а криза даної моделі виявила її прихований інфляціогенний потенціал, що зазнавав хронічної ескалації внаслідок боргових проблем.



Суттєве покращення інфляційної ситуації в світі, що співпало в часі з розвитком глобалізаційних процесів, обумовлюється рядом системних змін, які, з одного боку, відображають внутрішню еволюцію макроекономічної доктрини країни та ролі центрального банку в ній, зокрема, враховуючи негативний досвід інфляційного зміщення 1970-х та значних втрат ВВП та підвищення безробіття внаслідок дезінфляції на початку 1980-х рр., а з іншого, — трансформацію середовища монетарної політики в світлі наростаючої відкритості національних економік.

По-перше, факт усвідомлення вигод від низької інфляції та стабільності у монетарній сфері, аргументований в рамках парадигми нової макроекономіки, почав сприйматись як політично затребуваний елемент визначення сутнісних рис участі держави у регулюванні економічних процесів. Наприклад, фахівці ОЕСР П. де Ліма, А. де Серрес та М.Кеннеді констатують: “Останні два десятиліття відобразили суттєві зміни у макроекономічній політиці, зорієнтованої на відновлення та підтримання стабільності. Впродовж цього періоду цілі монетарної політики стали більшою мірою фокусуватись на цінovій стабільності, тоді як фіскальна політика дедалі скеровується для відновлення урядового фінансового балансу. Ці зміни відображають широко підтримувану точку зору, що створення стабільного макроекономічного середовища покращує загальну економічну ситуацію”<sup>134</sup>. Вимога до орієнтації центральних банків на забезпечення стабільності цін впливає з: усвідомлення важливості фактору очікувань, характер яких визначає межі ефективності монетарних та, власне, фіскальних кроків, отже створює середовище спроможності органів макроекономічної політики ефективно реагувати на ті чи інші шоки; потреби створення сприятливих передумов для розвитку інвестиційних процесів та заощаджень, адже саме вони повинні визначати внутрішні детермінанти економічного зростання в умовах, коли система управління сукупним попитом у кейнсіанському розумінні зазнала краху та виявила свою недієвість в умовах актуалізації тенденції до відкритості національних господарств; формування

---

<sup>134</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 5.

довіри до центральних банків з метою розширення діапазону можливих дискреційних кроків, які би не позначались на ескалації проблеми інфляційного зміщення, а вчасно компенсовувались поверненням до сталих інфляційних траєкторій; намагання мінімізувати роль спекулятивного фактора утворення валютного курсу, що формувався під впливом сприйняття ринками характеру схильності тих чи інших центральних банків до динамічної інконсистентності тощо. Зазначені тенденції, в цілому, відображають внутрішню еволюцію системи монетарного регулювання ринкової економіки, сутнісні риси якої випливають з досвіду функціонування центральних банків практично за всю історію їх існування, але не враховують ряд процесів, які є похідними від них та співпали з ними в часі.

Так, по-друге, суттєве зниження інфляційних траєкторій не могло не відображати загальний процес зміни ринкових очікувань щодо характеру та способу поведінки центральних банків. Суттєвість цього явища випливає з сутнісних рис самих очікувань. Незважаючи на їх тип (адаптивні чи раціональні), їх формування та структуризація в системі “сигнал-реакція” не відбувається спонтанно, про що свідчить приклад затяжного виходу зі смуги високої інфляції у 1980-х рр., який супроводжувався хронічно високим рівнями безробіття, індукованими недовірою до зниження інфляції у майбутньому.

Так, з емпіричної точки зору, факт довіри до контрінфляційних кроків центральних банків позначився на специфічній поведінці коротко- та довгострокових процентних ставок. Наприклад, Ч.Піготт та Х.Хрістіансен узагальнюють результати досліджень руху операційних ставок монетарних органів та довгострокових ставок на ринку капіталів, стверджуючи, що чим вищим рівнем довіри користується центральний банк, тим більшою мірою за зростання його ставок ставки на тривалі строки засвідчуватимуть тенденцію до падіння, оскільки ринки очікують позитивні наслідки у сфері майбутньої інфляції<sup>135</sup>. Звідси випливає, що раціональні очікування та адекватна ним побудова поведінкової моделі

---

<sup>135</sup> Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 7.

центрального банку створює ситуацію, коли фінансові ринки починають виконувати роль автоматичних стабілізаторів обмежувальних кроків органів грошової влади.

Повертаючись до проблеми очікувань, які сформувались за останні роки, можна стверджувати, що вони дійсно відображають сподівання на зниження та стабілізацію інфляції. Це відображається: характером прогнозів, що здійснюються незалежними фінансовими аналітиками; динамікою спредів між коротко- та довгостроковими ставками; коливанням доходності форвардів на індексовані облігації; зменшенням реальної доходності інвестицій у акції; зниженням процентних ставок за відсотковими свопами тощо. Така ситуація на фінансових ринках і є свідченням формування позитивних очікувань у сфері інфляції. Разом з тим, детермінанти позитивних очікувань інфляції в розрізі країн дещо відрізняються. Наприклад, в Канаді та Великій Британії це пов'язано з реформами операційного каркасу їх центральних банків, в Італії — з політикою мінімізації бюджетних дефіцитів, а в країнах Європейського валютного союзу — з фактом довіри до Бундесбанку та його наступника — Європейського центрального банку. Зрештою, явище стабілізації очікувань у найбільш розвинутих країнах світу вже свідчить про фундаментальні зміни, які відбулися у системі макроекономічного регулювання. Якби таких змін не було, тенденції у сфері очікувань не були би такими гомогенними в розрізі країн та не формували би для них спільні магістральні тренди розвитку фінансових ринків.

По-третє, зазначені зміни рівною мірою стосуються фіскальної та монетарної політики. Так, однією з фундаментальних рис фіскальної політики за останні роки є маневрування між двома протилежними тенденціями: орієнтація на бездефіцитні бюджети та збереження за дефіцитним фінансуванням ролі автоматичного стабілізатора на тлі зниження величини сеньйоражу у вирішенні фіскальних проблем. Щодо останнього, то можна спостерігати суттєвий прогрес у послабленні ролі грошової пропозиції в системі дефіцитного фінансування. Так, сеньйораж у Великій Британії впродовж 1979-1981 рр. складав 0,8% ВВП, у 1987 р. — 0,3, впродовж 1990-х — 0,2; у Бельгії за відповідний період зазначені показники склали 1,3%, 0,6% та 0,0%; у Данії — 0,7%, 0,4% та 0,0%; у Франції — 0,9%, 0,6% та 0,0%;

в Німеччині — 0,9%, 0,6% та 0,2%; в Ірландії — 1,2%, 0,8% та 0,0%; в Італії — 2,1%, 0,9% та 0,1%; у Нідерландах — 2,1%, 0,9% та 0,6%; в Іспанії — 1,8%, 1,4% та 1,2%<sup>136</sup>.

Потреба у бездефіцитних бюджетах впливає з ряду закономірностей сучасних трансформацій макроекономічного механізму державного втручання в економіку:

з мінімізацією бюджетних дефіцитів асоціюється широкий комплекс деєтатизації економіки у розвинутих країнах, лібералізація фінансового сектору, нарощування відкритості, реформування соціальної політики та системи оподаткування, що є системними складовими елементами, які визначають загальне зниження участі держави у ринкових процесах. Власне кажучи, на думку фахівця Інституту досліджень розвитку (Велика Британія) П.Невелла, “економічні зміни, пов’язані з глобалізацією, визначають, що уряд може вдіяти в принципі”<sup>137</sup>. З цим, зокрема, пов’язується модернізація характеру впливу на діловий цикл з допомогою фіскальних регуляторів та монетарної акомодатії цього процесу. Тобто, зниження ролі циклічної складової у реакціях бюджетних систем на ті чи інші шоки справляє позитивний вплив на репутацію центральних банків та ефективність їх заходів. Наприклад, колишній урядник ФРС Г.Волліч констатує: “Саме політика стійкості, відмови від різких змін курсу в області регулювання грошей або інших макропоказників... повинна стати нашою ціллю... Віра в те, що ми зможемо з великою точністю керувати економікою, означає віру у великий уряд. Досвід не виправдав наших сподівань... Політика стійкості, відсутність різких реакцій на кожний циклічний зсув, напевно, є кращим засобом не тільки скорочення самих коливань у довгостроковій перспективі, але й обмеження ролі держави і забезпечення існування вільної ринкової системи”<sup>138</sup>. Звідси впливає, що сам факт послаблення циклічних реакцій макрорегуляторів, вписується у загальну парадигму реформування суспільного сектора в добу глобалізації, більше того, визначаючи тенденцію до зміни меж суспільного та приватного секторів на користь останнього;

<sup>136</sup> Бурда М., Выпловш Ч. Макроэкономика: Учебник. — 2-е изд. / Пер. с англ. — СПб.: Судостроение, 1998. — С. 370.

<sup>137</sup> Newell P. Globalization and the future state // IDS Working Paper. — 2002. — №141. — P. 2.

<sup>138</sup> Wallich H. American real Budget Problem — for 1984 and Beyond? // Banker. — 1983. — December. — P. 23-24.

класичний макроекономічний аргумент проти бюджетних дефіцитів — ефект витіснення — повинен розглядатись в світлі трансформації факторів економічного зростання. Якщо в системі управління попитом роль процентної ставки хоч і мала принципове значення, але опинялась на задньому плані в силу того, що державні витрати на пряму формували сукупний попит, то, відповідно, перехід до підвищення ролі ринкових факторів інвестицій та заощаджень в забезпеченні економічного зростання, а не видатків уряду, загострили проблему витіснення приватних капіталовкладень, що індукувались позичковою активністю у суспільному секторі. Звідси тенденції до мінімізації бюджетних дефіцитів актуалізуються, оскільки процентні ставки повинні відігравати фундаментальну роль в алокаційних процесах;

бюджетні дефіцити були і залишаються фактором інфляції. Так, якщо класичне пояснення зв'язку між фіскальними дисбалансами та зростанням цін пов'язується з монетазацією державного боргу, то нова фіскальна теорія інфляції обґрунтовує, що остання завжди буде інструментом забезпечення та відновлення довгострокової платоспроможності уряду, незалежно від прямої участі органів грошової влади у фінансуванні урядових потреб. Що стосується емпіричних досліджень даної проблеми, то, наприклад, американець Д.Джойнс не виявив зв'язку між дефіцитами та динамікою грошових агрегатів у США за період з 1872 р. по 1983 р.<sup>139</sup> Подібні результати актуальні і для довгострокових періодів у Німеччині та, меншою мірою, для Італії. Однак, на думку багатьох американських економістів, грошова пропозиція ФРС і, як наслідок, інфляція були факторами, які визначали довгострокову платоспроможність уряду США по боргових зобов'язаннях<sup>140</sup>. Тим більше, це стосується фіскальної політики США у 1990-х, коли зростання податків інтерпретувалось як вибір на користь рікардіанської боргової політики. Наприклад, М.Канзонері, Р.Камбі та Б.Діба доводять, що монетарний фактор забезпечення боргової платоспроможності американського

---

<sup>139</sup> Joines D. Deficits and Money Growth in the United States // Journal of Monetary Economics. — 1985. — №16. — P. 329-351.

<sup>140</sup> Kremers J. U.S. Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy // Journal of Monetary Economics. — 1989. — Vol. 23. — pp. 129-147.

уряду був суттєвіший, порівняно з фіскальним<sup>141</sup>. А це суперечить висновкам про нейтральність монетарних рішень такого незалежного центрального банку як ФРС щодо фіскальних дисбалансів. Відповідно, стратегічна орієнтація на збалансовані бюджети не тільки в США, але й в решті розвинутих країн, виступила фундаментальним фактором мінімізації інфляції, підвищення довіри до центральних банків, покращення інфляційних очікувань;

зниження бюджетних дефіцитів почало розглядатись як засіб відновлення їх ролі в системі антициклічного згладжування. Якщо, у 1960-х незначні бюджетні дефіцити дозволяли маневрувати їх обсягами в часі, то структурні кризи 1970-х та глибока рецесія 1980-х сформували ситуацію перманентного зростання бюджетних дефіцитів та консервацію їх високого рівня. Зокрема, табл. 3.5. яскраво демонструє, що підтримання в часі високих фіскальних дисбалансів у розвинутих країнах припало саме на 1980-ті, початок 1990-х. Звідси випливає, що сама роль дефіцитів у контрциклічному реагуванні знизилась, оскільки вони перестали реагувати на зміни у кон'юнктурі. Цьому також сприяло нарощування виплат в рахунок обслуговування державного боргу, що зростав значними темпами саме у цей період. Відповідно, нові запозичення спрямовувались на рефінансування нагромаджених зобов'язань, а не на циклічне згладжування. Отже, відновлення за бюджетними дефіцитами ролі автоматичних стабілізаторів на тлі жорсткого антиінфляційного спрямування монетарної політики, яка вже не могла реагувати на кон'юнктурні коливання з огляду на негативний досвід інфляційного зміщення, могло відбутись тільки за рахунок їх загального зниження. А це, природно, справило позитивний вплив на усю систему координації фіскальної та монетарної політики, оскільки їх результуючою виступила стабілізація інфляції та її очікувань, які, зрештою, і визначають межі ефективності стабілізаційної політики. Так, табл. 3.5. відображає тенденцію до загального зниження обсягів чистих запозичень щодо ВВП у провідних країнах світу.

*Таблиця 3.5.*

### **Чисті запозичення у розвинутих країнах, % ВВП**

---

<sup>141</sup> Canzoneri M., Cumby R., Diba B. Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency? // NBER Working Paper. — 1996. — W6471 // [www.nber.org](http://www.nber.org)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
ОЕСР	0,7	1,1	1,1	0,5	1,0	4,3	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6
США	2	2,8	1,0	0,1	0,6	5,1	3	2,1	1,0	0,8	2,5
Японія	-1	-0,8	0,05	-0,5	-0,4	2,0	2,5	2,6	4,0	3,5	3,3
Зона євро	0,5	1,0	1,5	0,9	2,0	5,0	3,5	3,0	3,8	3,8	3,7
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
ОЕСР	2,8	4,9	5,1	4,7	4,7	4,7	4,2	2,7	2,1	2,8	3,1
США	2,3	4,9	5,5	5,0	5,2	5,3	4,2	3,5	3,1	4,0	5,0
Японія	3,0	3,0	1,8	0,9	1,0	0,5	-0,4	-1,1	-2,0	-2,1	-2,0
Зона євро	5,1	5,2	5,1	5,1	5,2	5,1	4,8	4,7	4,1	5,1	5,2
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ОЕСР	4,1	4,6	3,5	3,3	3,0	2,4	0,8	0,6	0	1,0	2,8
США	6,0	5,1	3,8	3,0	2,0	0,9	-0,2	-1,0	-1,9	0,5	2,2
Японія	-1,0	2,2	2,5	4,0	4,8	3,0	5,0	7,1	7,8	7,2	7,9
Зона євро	5,3	5,9	5,0	4,9	4,0	2,8	2,0	1,5	0	1,6	2,5

Примітка 1: “-” означає перевищення виплат над запозиченнями, тобто профіцит бюджету.

Джерело: Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 57.

Стосовно збереження за бюджетними дефіцитами ролі автоматичних стабілізаторів, то дана тенденція особливо йде в супереч з тим, що зниження фіскальної розбалансованості обумовлюється зростанням нейтральності макроекономічної політики, а остання — глобалізацією. Так, збереження за дефіцитами ролі автоматичних стабілізаторів, як вже зазначалось, безпосередньо впливає з трансформації установок центральних банків — їх орієнтація на стабілізацію інфляції природно виключає обумовленість грошової пропозиції фазою ділового циклу.

Але, водночас, фіскальна політика потрапляє у складну дилему. З одного боку, потреби формування циклічно збалансованого бюджету так чи інакше актуалізують питання про зростання податкових надходжень на фазі зростання. В світлі глобалізації, мобільність виробничих факторів, в першу чергу капіталу та праці, робить неефективним підвищення податків, тобто відкритість економіки та вільний перелив капіталів між кордонами робить фіскальні рішення нейтральними, оскільки: фінансові ринки перерозподіляють ресурси на користь тих країн, де податковий тягар є менший; найбільш високоякісна робоча сила вже орієнтується на ситуацію на глобальному ринку праці (зокрема, в світлі дії податкового фактору), тоді як

решта трудових ресурсів продовжує в основному функціонувати в координатах національного ринку праці. Звідси випливає, що можливості податкового забезпечення міжчасового згладжування споживання та попиту в цілому у суспільному секторі обмежуються відкритістю економіки та ступенем мобільності виробничих факторів у ній. Зокрема, з цим пов'язані реформи податкових систем у провідних країнах світу, оскільки високі рівні оподаткування сприймаються міжнародними інвесторами як фактор негативного впливу на їх добробут та можливості здійснювати глобальний бізнес. Наприклад, німецький економіст Г.-В.Сінн, розглядаючи реформи у сфері публічних фінансів у розвинутих країнах під кутом зору впливу глобалізації на появу нового типу системної конкуренції, констатує: “Нова система конкуренції, — це конкуренція за переваги розміщення, що безпосередньо впливає з міжнародної міграції виробничих факторів... Уряди повинні усвідомлювати ефекти транскордонних трансфертів економічної активності”<sup>142</sup>. На його думку, податкові реформи на початку 1990-х у країнах ЄС були викликані зниженням фіскального тягаря у США від 1986 р. Наприклад, якщо відносний податковий тягар в перерахунку з допомогою американських бухгалтерських процедур у 1986 р. у ФРН складав 0,47, у Франції — 0,39, у ЄС15 в цілому — 0,38, у Великій Британії — 0,37, в Італії — 0,36, то вже на 1992 р., відповідно, 0,30, 0,24, 0,27, 0,20, 0,35<sup>143</sup>, що свідчить про зниження тягаря з оподаткування іноземних інвесторів у країнах Європи.

З іншого боку, компенсація підвищення нейтральності заходів з оподаткування може забезпечуватись з допомогою дефіцитного фінансування. Але глобалізація і тут породжує дуалістичний ефект.

Так, позичкові операції уряду вже не обмежуються національним фінансовим ринком, отже відкритість глобальних фінансових ринків здешевлює боргові операції, що робить політику міжчасового згладжування більш ефективною, оскільки вартість боргового тягаря мінімізується (це стосується як внутрішнього ефекту витіснення, так і процентних видатків національних бюджетів). Зокрема,

---

<sup>142</sup> Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. — 2002. — №8747. — P. 3.,4.

<sup>143</sup> Ibid. — P. 8.



дефіцит бюджету продовжує виконувати роль автоматичного стабілізатора фіскальної політики у багатьох розвинутих країнах. Наприклад, дані табл. 3.5. підтверджують, що зростання чистих запозичень урядів країн ОЕСР, зокрема США, Японії та країн зони євро, і досі припадає на періоди послаблення ділової кон'юнктури. Більш детальний аналіз П. де Ліми, А. де Серреса та М.Кеннеді відображає, що попри загальне зниження амплітуди коливань ділового циклу у країнах ОЕСР та обсягів чистих запозичень щодо ВВП, підвищення позикової активності припадає на періоди, коли показник ВВП-розрив набуває негативного значення. Це стосується як окремо двадцяти найбільш розвинутих країн, так і США, Японії та країн зони євро окремо<sup>144</sup>. Тобто в часі, зниження ВВП до рівня, що нижче за потенційний, в цілому кореспондує із підвищенням рівня чистих запозичень і навпаки. Структурні кризи у провідних країнах ЄС, в першу чергу у Німеччині та Франції, затяжна рецесія у Японії та потрясіння у США у 2001-2003 рр. ще раз підтверджують: за дефіцитами поки що зберігається роль автоматичного стабілізатора, чому, як вже стверджувалось, суттєво посприяли обмежувальні фіскальні заходи наприкінці 1990-х.

Але при цьому, активне застосування дефіцитного фінансування в умовах глобалізації приховує ряд небезпек: зростання державного боргу в умовах високої мобільності капіталу може похитну макроекономічну стійкість країни, тим більше, що критерії ефективності боргової політики сформувались довкола уявлення, що нормальним є такий рівень державного боргу, який не перевищує 60% ВВП, а даний принцип дуже швидко космополітизувався і сприймається ринками як імператив; зростає залежність національних запозичень від динаміки світових процентних ставок, отже будь-які глобальні монетарні шоки можуть ускладнити рефінансування; ринки все одно будуть відображати власні уявлення про платоспроможність країни у величині процентних ставок (наприклад, В.Танзі та Д.Фанізза<sup>145</sup> виявили суттєвий зв'язок між величиною бюджетних дефіцитів та рівнем процентних ставок у розвинутих країнах, а Ф.Каселлі, А.Джиованінні та

<sup>144</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 61-63.

<sup>145</sup> Tanzi V., Fanizza D. Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994 // IMF Working Paper. — 1995. — №49. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

Т.Лейн<sup>146</sup> стверджують, що існує щільний зв'язок між рівнем нагромадженого державного боргу і величиною спредів між базовою ставкою та доходністю національних державних цінних паперів), тобто, незважаючи на інтеграцію фінансових ринків, можливості країни мінімізувати доходність державних цінних паперів за рахунок глобальної диверсифікації обмежується уявленнями ринків про суверенний ризик даної країни, який напряму визначається рівнем її боргового тягаря<sup>147</sup>; ефективний вплив на сукупний попит з допомогою заходів боргового фінансування в напрямку реанімації реальної сукупної пропозиції суттєво ускладнюється з огляду на високу відкритість та зростаючий рівень спеціалізації, що з нею кореспондує.

Зрештою, саме глобалізація визначає мікроекономічні передумови для неефективності стимулювання сукупного попиту у відкритій економіці, тобто саме вона детермінує нейтральність макроекономічної політики, і це актуально як для її фіскальної, так і монетарної складової. Так, вже на відтворювальному рівні формується ситуація, коли попит та пропозиція на окремі блага, що забезпечують технологічний ланцюжок, здебільшого вже не визначаються на рівні однієї країни. Зазначене стосується і факторозабезпеченості країн, мікроодиниці яких постачають компоненти для виробництв у інших країнах, а ті, у свою чергу, мікроодиницям у інших країнах. Динаміка виробництва окремої країни, відображаючи існування глобального попиту, інтегрується у глобальний виробничий цикл, який, з огляду на свій масштаб, є менш волатильним. Це суттєво вивільняє реальну економічну активність на рівні національного господарства від жорсткої залежності з боку стимулів попиту, створюваних національними макроекономічними органами з допомогою фіскальної чи монетарної експансії. Звідси також випливає, що експансивні кроки центральних банків будуть навіть більш нейтральними, ніж

---

<sup>146</sup> Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries IMF Working Paper. — 1998. — №55. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>147</sup> Наприклад, фахівець Швейцарського Національного банку Д.Еглі прямо вказує, що глобалізація фінансових ринків обмежена географічними кордонами з точки зору суверенних ризиків, що робить не можливим повну уніфікацію процентних ставок на глобальних ринках, незалежно від того, як ефективно розвиваються арбітражні операції на них: Egli D. How global are global financial markets? The impact of country risk // International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 275-280. Окрім цього, феномен “домашнього зміщення” також обмежує глобалізаційні вигоди боргової експансії. Детальніше див. нашу працю: Козюк В. Глобальні чинники макроекономічної політики: фіскальні та монетарні аспекти // Вісник ТАНГ. — 2002. — Вип. 4. — С. 44-49.

боргове компенсування втраченого попиту, оскільки бюджетні видатки легше каналізувати за колом реципієнтів, порівняно з тими попитогенними факторами, які мають монетарну природу, оскільки ступінь їх розсіювання у ринковому середовищі вище.

Відповідно, зниження циклічної активності центральних банків послаблюється в міру розвитку глобалізаційних процесів, з одного боку тому, що це дедалі менш ефективно, а з іншого боку тому, що автоматичні стабілізатори фіскальної політики дозволяють пом'якшувати негативні наслідки рецесії. Аналіз рис. Г.1. додатку Г дозволяє констатувати, що до середини 1980-х рр. існувала суттєва корельованість інфляції та її варіації динамікою ВВП-розриву. Причому, у середині 1970-х інфляційні сплески та волатильність інфляційних процесів були суттєво вищими, порівняно з наступним десятиліттям. З середини 1980-х рр., тобто з початком другої глобалізаційної хвилі, до кінця 1990-х, як вже зазначалось, амплітуда коливань даних трьох показників суттєво знизилась, хоча ознаки кореляції між ними збереглися: підвищення інфляції та її варіації продовжувало спостерігатись за умов падіння показника ВВП-розрив нижче нуля. Але з кінця 1990-х та на початку 2000-х рр. ситуація суттєво змінилась, відображаючи, що динаміка інфляційних процесів не визначається відхиленнями фактичного ВВП від потенційного, отже циклічний аспект в поведінці центральних банків розвинутих країн суттєво послабився, якщо не сказати, що він суттєво модернізувався. Це також підтверджується динамікою інфляції та ВВП-розриву у країнах Великої сімки, де збереження циклічного за характером зв'язку між ними відбувається на тлі суттєвого їх зниження, а другій половині 1990-х властива відсутність такого циклічного зв'язку<sup>148</sup>.

Зниження інфляції обумовлюється послабленням циклічних реакцій органів грошової влади. Посилення нейтральності, що штовхає до послаблення контрциклічних мотивів у поведінці органів грошової влади, напряду впливає з підвищення відкритості та глобалізації, які потенційно індукують зниження

---

<sup>148</sup> Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 45-48.

волатильності макроекономічних параметрів, з одного боку, руйнуючи передумови для контрциклічної поведінки, а з іншого, — роблячи саму таку поведінку неефективною з огляду на згадуваний феномен підвищення нейтральності макроекономічних заходів.

Емпіричні дослідження даного феномену, засновані на більш формальному підході, також демонструють суттєву трансформацію поведінки центральних банків у багатьох країнах. В основу даного підходу покладені класичні концепти побудови функції реакції центральних банків школи нової макроекономіки. Згідно них, функцію реакцій можна описати як вибір цільового параметра монетарної політики, який робить центральний банк з огляду на зв'язок між інфляцією та безробіттям в світлі кривої Філіпса. Така функція називається функцією втрат центрального банку:

$$L = f[\alpha(\pi - \pi^*) + \beta(y - y^*)], \quad (1)$$

де:

$y$  — це відхилення фактичного ВВП  $Y$  (безробіття) від потенційного ВВП  $Y^*$  (безробіття) у процентах;

$\pi$  — фактична інфляція, а  $\pi^*$  — цільова інфляція;

$\alpha$  та  $\beta$  — вагові коефіцієнти пріференцій центрального банку (суспільства) щодо інфляції та ВВП (безробіття), при чому  $\alpha + \beta = 1$ .

Отже, якщо параметри  $\alpha$  та  $\beta$  дорівнюють 0,5, то це означає, що центральний банк однаковою мірою реагує на зміну інфляції та динаміку ВВП (безробіття). В цілому, величина даних параметрів визначатиме ступінь дискреційності в поведінці монетарних органів та, відповідно, їх потенційну проциклічність.

Дослідження поведінки центральних банків за період 1968-1979 рр. та 1980-1996 рр. виявляють, що при встановленні процентних ставок (згідно правила Тейлора) параметр реакцій на інфляцію суттєво зріс, порівняно з параметром реакції на ВВП-розрив. Наприклад, за перший період для США параметр реакцій короткострокових ставок на інфляцію та ВВП-розрив, відповідно, склали 0,36 та 0,67, для Японії — 0,54 та 0,72, для Німеччини — 0,52 та 0,96, для Франції — 0,40 та 0,96, Італії — 0,53 та 0,14, для Великої Британії — 0,14 та 1,11, для Канади — 0,24 та 1,05. За період 1980-1996 рр. спостерігається протилежна картина — параметр

реакцій на інфляцію при встановленні ставок суттєво зріс, становлячи для даних країн, відповідно, 1,05 та -0,03, 0,87 та 0,37, 0,80 та 0,53, 0,53 та 0,53, 0,63 та -0,12, 0,61 та 0,49, 0,92 та 0,50<sup>149</sup>. Тобто, за період 1968-1979 рр. при проведенні політики на грошовому ринку центральні банки, в даному випадку країн Великої сімки, більшою мірою орієнтувались на показник відхилення фактичних обсягів виробництва від потенційних. Це можна інтерпретувати як їх перманентну схильність до здійснення циклічно вмотивованої дискреційної політики. Але вже за наступний період зростання параметру реакцій на інфляцію свідчить, що їхня політика змінилась якісно, орієнтуючись на цінову стабільність та уникнення циклічних реакцій.

Однак, більш сучасні дослідження виходять з того, що в основу функції реакції потрібно брати не фактичні значення інфляційного- та ВВП-розриву, а варіацію даних показників.

Такий ракурс аналізу був започаткований голландськими економістами С.Ейффінгером та Е.Шалінгом, які, критично поставившись до виявленого раніше зворотного зв'язку між рівнем незалежності центральних банків та інфляцією, виявили існування зв'язку між варіацією ВВП та варіацією інфляції<sup>150</sup>. Для країн, для яких був обрахований відомий GMT-індекс незалежності центральних банків, впродовж 1960-1992 рр. властива наступна закономірність: чим вищою є варіація інфляції, тим більшою мірою вона позначається на варіації ВВП. Такі результати не узгоджуються ні з результатами попередніх досліджень проблеми емпіричної верифікації зв'язку між рівнем незалежності центральних банків і макроекономічною ситуацією в країні, в першу чергу стосовно відсутності релевантності рівня монетарної автономії щодо динаміки виробництва, ні з теоретичним припущенням про те, що оптимальною є та монетарна політика, яка відповідає умовам моделі Рогоффа. Тобто, якби незалежність центрального банку не справляла вплив на динаміку ВВП, а монетарні органи в основному б орієнтувались на усунення дискреційної політики для розв'язання проблеми інфляційного

---

<sup>149</sup> Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 36.

<sup>150</sup> Eijffinger S., Schaling E. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries // Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review . — 1993. — №192. — P. 49-89.

зміщення, то позитивного зв'язку між варіацією інфляції та варіацією ВВП бути не мало б, адже це говорить про перманентний дискреційний, проциклічний характер монетарної політики<sup>151</sup>. Відповідно, ефективність монетарної політики згідно сучасних теоретичних стандартів оцінюється вже не просто з допомогою кривої Філіпса, а з допомогою її інтерпретаційної моделі, що враховує варіацію її параметрів (або параметру ВВП замість безробіття).

Повертаючись до проблеми трансформації поведінки центральних банків в сучасних умовах, можна стверджувати, що останні взяли курс на підвищення значення параметру, що відповідає за варіацію інфляції. Наприклад, С.Кечетті та М.Ехрманн констатують, що впродовж 1990-х рр. спостерігається суттєва переорієнтація монетарної політики на забезпечення стабілізації інфляції та зменшення її варіації (див. табл. 3.6.).

Таблиця 3.6.

**Параметр переваги реагування на варіацію інфляції у функції реакції центральних банків**

Країни	Перевага реагування на варіацію інфляції, $\alpha$	
	цільова інфляція у функції втрат = 0	цільова інфляція у функції втрат = 2%
Австралія	0,81	0,78
Канада	0,75	0,72
Чилі	0,55	0,49
Фінляндія	0,96	0,96
Ізраїль	0,72	0,56
Нова Зеландія	0,53	0,49
Іспанія	0,67	0,55
Швеція	0,86	0,84
Велика Британія	0,97	0,96
Австрія	0,50	0,49
Бельгія	0,83	0,83
Данія	0,61	0,59
Франція	0,95	0,94
Німеччина	0,94	0,93
Ірландія	0,94	0,93
Італія	0,91	0,85
Японія	0,84	0,83
Південна Корея	0,79	0,71
Мексика	0,12	0,08
Нідерланди	0,84	0,84
Португалія	0,99	0,99

<sup>151</sup> Більш детальний аналіз даної проблеми див. у нашій роботі: Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 244 с.

Швейцарія	0,92	0,92
США	0,74	0,70

Джерело: Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 18.

Як видно з даних табл. 3.6., практично для усіх розвинутих країн властиве формування “відрази” (від англ. *averse*) до варіації інфляції, внаслідок чого їхня монетарна політика на фундаментальному рівні скеровуватиметься у напрямку мінімізації дискреційних кроків, з допомогою яких можна було би вирішувати циклічні проблеми чи збільшувати ВВП та зайнятість з допомогою створення не передбачуваної інфляції. Причому, якщо за період 1984-1989 рр. середнє значення показника відрази до варіації інфляції для даної групи країн складало 0,69, то за останні п'ять років — 0,76<sup>152</sup>. А це є ще одним підтвердженням трансформації монетарної політики в сучасних умовах, зокрема, в напрямку послаблення її антициклічності.

По-четверте, розвиток інформаційних технологій та виникнення феномену “нової економіки” створюють безпрецедентну ситуацію зниження цін на окремі види комп'ютерної техніки та програмного забезпечення. Швидке моральне старіння таких благ на тлі тривалого збереження своїх функціональних властивостей створює ситуацію, коли ціни на них є суттєво нижчі, порівняно з їх споживчою корисністю та вигодами від застосування. Наприклад, у США середнє зростання інвестицій у комп'ютерне обладнання за період у 1991-1995 рр. склало 29,0%, а за період у 1996-2000 рр. — 45,9%. При цьому, ціни на зазначену продукцію знизились відповідно на 14,8% та 23,4%<sup>153</sup>. Тобто, попри зростання попиту на таке обладнання, його вартість знижується внаслідок того, що потік інновацій набув безперервного характеру. Звідси зростання частки приватного поточного та інвестиційного споживання таких товарів так чи інакше позначається на структурі відносних цін у споживчих та інвестиційних кошиках, загальне зниження яких на тлі підвищення їх питомої ваги створює передумови для зниження інфляції. Хоча даний феномен

<sup>152</sup> Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 23.

<sup>153</sup> Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №8935. — P. 25.

багато в чому має статистичний характер, тобто відображає зміст побудови індексу цін, він свідчить про суттєве значення технологічних зрушень в сучасній економіці, які обумовили трансформацію окремих зрізів інфляційних процесів, а від так і поведінку центральних банків.

### **3.1.3. Теоретичний та емпіричний аналіз впливу відкритості на монетарну політику**

Разом з тим, розглянуті детермінанти зниження інфляції в умовах глобалізації, в основному, відображають внутрішньокраїнну реакцію на глобальні процеси та адаптацію до них. Однак, глобалізація справляє більш прямий вплив на динаміку інфляції та трансформацію поведінки національних макроекономічних органів, в першу чергу — центральних банків. Зазначений вплив обґрунтовується з якісно відмінного ракурсу, в основу визначення якого покладені не принципи еволюції національної макроекономічної системи, а принципи її функціонування в системі міжнародної економіки.

В широкому розумінні, ступінь відкритості економіки, зокрема, плаваючі валютні курси, справляє вплив на макроекономічну ситуацію через характер еластичності сукупних попиту та пропозиції. Цей добре відомий макроекономічній науці феномен відображає, що відкритість робить криву  $AD$  більш похилою, а криву  $AS$  — наближеною до вертикалі (що відображає її розташування у довгостроковому періоді)<sup>154</sup>. З цього випливає, що підвищення інфляції в умовах відкритості призводить до більшого падіння сукупного попиту та рівноважного доходу, порівняно з випадком закритої економіки. Плаваючі валютні курси, при цьому, тільки посилюють зазначений ефект. Збільшення кута нахилу кривої сукупної пропозиції, до того ж, є свідченням посилення нейтральності макроекономічної політики, оскільки розташування такої кривої для короткострокового та довгострокового періодів суттєво не відрізняються.

Однією з перших теоретичних розробок проблеми послаблення інфляційного тиску в умовах глобалізації є модель Ромера, яка є монетарним аспектом загальної парадигми ефективності відкриття національних економік. Так, Д.Ромер доводить, що зниження рівноважних рівнів інфляції в країні кореспондує з рівнем її

<sup>154</sup> Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 615-640.



відкритості, оскільки остання зумовлює неефективність зростання виробництва внаслідок створення несподіваної інфляції<sup>155</sup>. Така ситуація обумовлюється тим, що чим більшою мірою економіка країни є відкритою, тим більшою мірою погіршуються її умови торгівлі внаслідок зростання ВВП, викликаного монетарними імпульсами. Функція добробуту Ромера враховує переваги країни від оптимальних для неї умов торгівлі. Зростання ВВП у зазначений спосіб, послаблюючи фактор спеціалізації, позначається на необхідності виробляти ті товари, які не мають відносних переваг щодо закордонних товарів. Внаслідок цього, дедалі більша частина виробничих потужностей буде задіяна при створенні менш вигідних для країни товарів. Отже, загальний ефект добробуту для країни буде послаблюватись внаслідок погіршення умов торгівлі. А це є передумовою для того, щоб центральні банки втрачали схильність до інконсистентної поведінки задля стимулювання ВВП через неочікувані монетарні стимули.

Дещо альтернативний погляд на проблему послаблення інфляційного зміщення в умовах глобалізації запропонував П.Лейн, який обстоює тезу, що нижчі рівноважні рівні інфляції в умовах відкритості не залежать від дії передавального механізму умов торгівлі<sup>156</sup>. Згідно Лейна, в основу зв'язку між рівнем відкритості національної економіки і рівнем рівноважної інфляції покладена різниця між жорсткістю цін на товари, які є і які не є предметами міжнародної торгівлі (*tradable and nontradable goods*). Так, жорсткість цін на товари, які не є предметами міжнародної торгівлі, є вищою. Остання і визначає можливості реалізації активістської монетарної політики згідно логіки побудови короткострокової кривої Філіпса і відповідної цьому часової інконсистентності поведінки монетарних органів. Що стосується цін на товари, які є предметом міжнародної торгівлі, то вони є гнучкіші, оскільки еластичність попиту на них є вищою (для них характерний вищий рівень конкуренції, оскільки їх можна замінити імпортними товарами, що вироблятимуться, враховуючи фактор міжнародної спеціалізації). Відкритість економіки передбачає збільшення частки товарів, що є предметами міжнародної

---

<sup>155</sup> Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. — 1993. — №108. — P. 869-903.

<sup>156</sup> Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. — 1997. — №42. — P. 327-347.

торгівлі, у споживанні країни. А оскільки ціни на них є більш еластичні, то здійснення експансивної монетарної політики буде дедалі більш нейтральним. Через це відкритість економіки спонукатиме центральні банки здійснювати більш послідовну жорстку політику, що і позначиться на послабленні інфляційного зміщення.

Оцінюючи роль відкритості економік в умовах глобалізації, відомий німецький дослідник монетарних процесів Г.Вагнер стверджує, що її вплив на монетарну політику стає дедалі більш безпосереднім. Він стверджує: “З того часу, як глобалізація іде пліч-опліч з більш відкритими економіками, послаблення стимулюючого впливу на виробництво з боку несподіваної інфляції, є одним з ефектів глобалізації, який релевантний для монетарної політики”<sup>157</sup>. Однак, на його думку позитивні наслідки глобалізації для послаблення феномену інфляційного зміщення можна показати з допомогою альтернативного підходу, який більш комплексно відображає трансформацію макроекономічних пріоритетів держави в умовах глобальної інтеграції та зростання мобільності виробничих факторів.

В даному випадку мова йде про теорію конкуренції розташування (*locational competition*), яка була розроблена німецькими економістами Г.Зібертом, Й.Лорзом, Й.Аутшбахом, та в подальшому знайшла свого застосування при поясненні динаміки та спрямування прямих іноземних інвестицій в працях В.Бергера, Р.Шиллера, Г.Вагнера, Гр.Манківа, Ст.Фішера тощо. В її основу покладено ствердження того факту, що інфляція сприймається інвесторами як негативне явище, отже вони приймають її до уваги при прийнятті рішення про місце (державу) вкладання своїх капіталів. Більше того, якщо глобалізація передбачає підвищення можливостей у виборі альтернативних місць розташування бізнесу, а трансакційні витрати, пов'язані з переливом капіталів, зменшуються, адже посилюється лібералізація системи регулювання руху капіталу, інформаційні технології дозволяють формувати ширший спектр даних про альтернативні проекти, то, відповідно, інфляційні фактори мотивації до інвестування стають дедалі більш актуальними. Так само, інвестори негативно розцінюють інфляційне зміщення

---

<sup>157</sup> Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/184. — P. 9.

політики чи флуктуації показників зростання цін з огляду на те, що: це свідчить про можливість запровадження інфляційного оподаткування інвесторів; в країні здійснюється нездорова макроекономічна чи регуляторна політика, коли неможливо спрогнозувати усі перерозподільчі ефекти інфляції, внаслідок чого інвестори, особливо закордонні, можуть сприймати її як створення додаткових конкурентних переваг для вітчизняних, чи “обраних”, інвесторів з огляду на підтримання режиму м’яких бюджетних обмежень та загальну слабкість інституцій ринкової економіки.

Звідси випливає, що країни дедалі активніше повинні бути зацікавлені у зменшенні інфляційного зміщення, оскільки ціна втечі капіталу в глобалізаційних умовах різко підвищується. Це пов’язано, з одного боку, з високою мобільністю факторів, що уможлиблює процес втечі капіталу. Остання забезпечується розвитком фінансових інструментів на глобальних ринках, отже стосується інформаційно-технологічних аспектів алокаційних процесів у світовій економіці, а також ліберальними режимами регулювання транскордонних потоків капіталу. З іншого боку, — з наслідками втечі капіталу: зменшення зайнятості, втрата ВВП, зниження життєвого рівня, відставання у сфері високих технологій. У такий спосіб здійснення жорсткої монетарної політики стимулюється в системі реалізації заходів із запобігання відтоку капіталів та приваблення нових інвестицій.

Проте, зрозуміло, що миттєвої мобільності, в першу чергу прямих інвестицій, не буває. За рахунок цього з’являється стимул для інконсистентної поведінки. Оскільки мобільність виробничих факторів у довгостроковому періоді, природно, є вищою, ніж у короткостроковому, з’являється спокуса послабити контроль за інфляцією через проведення м’якої монетарної політики тоді, коли національні макроекономічні органи впевнені у неможливості швидкого відтоку капіталів. Подібним є мотив створення несподіваної інфляції для стимулювання ВВП та зайнятості з метою компенсації макроекономічних втрат від втечі капіталу. По-суті, це означає, що одна інконсистентність, викликана мотивом обкладання інфляційним податком мобільного капіталу, спонукає до другої, що викликається мотивом вирішити проблеми, спровоковані першою.

Однак, глобалізація накладає суттєві обмеження і на такий варіант макроекономічного вибору. По-перше, термін, впродовж якого, капітали є немобільними за глобалізації суттєво зменшується в силу технологічних, інформаційних та конкурентних обставин. По-друге, самі межі між довго- та короткостроковим періодом послаблюються, адже для глобальних гравців пристосування до нових рівноважних умов не обмежується “макроекономічними” кордонами однієї країни, а до втечі капіталу можуть вдатись і національні глобальні гравці. По-третє, в силу вище сказаного, самі розробники макроекономічної політики втрачають чіткі орієнтири для адекватного власним очікуванням накладання своїх інконсистентних кроків на площину поведінки ринкових агентів. Через це вигоди від створення непередбаченої інфляції у відкритій глобалізації економіці зовсім не будуть тотожними аналогічним у випадку закритої економіки.

Однак, послаблення проінфляційних стимулів з боку центрального банку також може пов'язуватись з деякою модернізацією макрокоординаційного механізму. Втеча капіталів і, відповідно, усі негативні наслідки даного процесу безпосередньо зачіпають зону відповідальності уряду і меншою мірою, якщо взагалі не зачіпають, — центрального банку. На думку Д.Вілдазіна, глобалізація позначається на уніфікації цільових антиінфляційних функцій уряду та центрального банку<sup>158</sup>. Як вже зазначалось, негативне ставлення інвесторів до інфляції в умовах мобільності капіталів позначається на їх втечі, а це погіршує довгострокові макроекономічні передумови зростання добробуту в країні. Звідси випливає, що уряди поступово втрачають зацікавленість у тиску на центральний банк з метою схилити його до проведення м'якої монетарної політики чи створення неочікуваної інфляції. А це зменшує вірогідність конфліктів між монетарною та фіскальною політикою, внаслідок чого забезпечення цінової стабільності для органів грошової влади полегшується.

Отже, і згідно моделей Ромера та Лейна, і згідно більш широкого концепту конкуренції розташування глобалізація справляє позитивний вплив на приборкання

---

<sup>158</sup> Wildasin D. Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches // Economic Policy . — 2000. — №31. — P. 337-378.

інфляційного зміщення через негативні наслідки цінових флуктуацій для зростання добробуту за високої мобільності капіталу.

Разом з тим, для монетарної політики залишається актуальною дихотомія інфляція–безробіття, яка була і є матричною основою формулювання поведінки центральних банків на макроекономічному та, зрештою, інституціональному рівні. Феномен стагфляції середини 1970-х рр. та остаточне утвердження тези, що припущення про довгострокову криву Філіпса не є адекватними, внесли свою лепту у переорієнтацію центральних банків на стабілізацію інфляції. Тим не менше, факт стагфляції розглядається як один з фундаментальних факторів змін у середовищі функціонування центральних банків за останні роки. Наприклад, фахівці Банку міжнародних розрахунків відзначають дві принципові зміни в макроекономічному оточенні органів грошової влади, які надовго визначили профіль їхньої активності: фінансову дерегуляцію та стагфляцію<sup>159</sup>. На основі середніх даних по інфляції та безробіттю за 1971-1996 рр. для 13 найбільш розвинутих країн вони роблять висновок, що стагфляція стає домінуючою рисою монетарної політики, відображаючи посилення її нейтральності та неспроможність впливати на сукупний попит в напрямку вирішення проблеми безробіття.

Власні емпіричні дослідження проблеми взаємозв'язку між інфляцією та безробіттям у розвинутих країнах дозволяють виділити ряд закономірностей (графічне зображення зв'язку див. додаток Г, рис. Г. 2. - Г. 9.):

по-перше, за період 1971-2004 рр. для 20 країн ОЕСР характер розсіювання точок в координатах безробіття–інфляція відображає, що існує незначний негативний нахил лінії регресії, що можна розцінювати як наявність ознак кривої Філіпса (рис. Г.2. додатку Г). Подібна закономірність властива і країнам Великої сімки за відповідний період (рис. Г.3. додатку Г), але, попри негативний нахил лінії регресії, характер розсіювання точок, що відображають річні показники інфляції та безробіття, демонструє суттєво меншу подібність до кривої Філіпса, ніж це властиво для усіх країн ОЕСР, що можна витлумачити як вищу схильність великих економік до стагфляційних процесів;

---

<sup>159</sup> The evolution of central banking / BIS 67<sup>th</sup> Annual Report. — Basel, 2001. — P. 140.

по-друге, характер розсіювання точок для відповідного випадку, але за період 1991-2004 рр. демонструє суттєво відмінні тенденції у сфері зв'язку між інфляцією та безробіттям (рис. Г.4. додатку Г). Так, за період, на який припало суттєве підвищення відкритості національних економік та посилення глобалізаційних процесів, для країн ОЕСР в цілому не властива залежність, що описується кривою Філіпса; це саме стосується і країн Великої сімки (рис. Г.5. додатку Г). Для країн, які можна звести у групу “решта ОЕСР”<sup>160</sup> (тобто ОЕСР без країн Великої сімки) кут нахилу лінії регресії нагадує криву Філіпса, але він настільки незначний, що скоріше можна говорити про пряму лінію: широку варіацію рівня безробіття на тлі майже однорідно низької інфляції (рис. Г.6. додатку Г). Отже, за період підвищення відкритості економік — 1991-2004 рр. — характер зв'язку між інфляцією та безробіттям, виявлений на основі аналізу річних даних, практично відмінний, ніж за період 1971-2004 рр. Це говорить про суттєве посилення елементів стагфляційності у макроекономічній сфері розвинутих країн саме у період глобалізації, порівняно з попередніми періодами, яким, в сукупності на прикладі річних показників, властива закономірність, яку можна інтерпретувати як реальність згаданої кривої. Отже, монетарна політика в умовах глобалізації дійсно стала більш нейтральною;

по-третє, тестування зв'язку між інфляцією та безробіттям у розвинутих країнах за період 1991-2004 рр., здійснене на основі середніх показників (рис. Г.7. додатку Г), дозволяє констатувати: залежності по типу кривої Філіпса між даними макропараметрами не існує, тобто факт стагфляційного характеру зв'язку між динамікою цін та зайнятістю для найбільш розвинутих країн світу стає принциповою рисою макроекономічної системи, що ще раз свідчить про нейтральність монетарної політики та її посилення в умовах глобалізації. Зазначимо, що дослідження де Ліми, де Серреса та Кеннеді зв'язку між кумулятивним ВВП-розривом та базовою інфляцією для 11 найбільш розвинутих країн за період 1998-2001 рр. також виявляє яскраво виражену залежність стагфляційного типу<sup>161</sup>;

---

<sup>160</sup> До групи “решта ОЕСР” увійшли: Австралія, Австрія, Бельгія, Фінляндія, Греція, Ірландія, Нідерланди, Нова Зеландія, Норвегія, Португалія, Іспанія, Швеція, Швейцарія.

<sup>161</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 52.

по-четверте, характер зв'язку між інфляцією та безробіттям, навіть за однакової нерелевантності кривої Філіпса, у країнах Великої сімки та решти ОЕСР є відмінним. Так, розрахунки на основі середніх даних відображають, що для перших (рис. Г.8. додатку Г) позитивний кут нахилу, що описує випадок стагфляції, є вищим, ніж для других, для яких він мінімальний (рис. Г.9 додатку Г). Це узгоджується з відмінним характером розсіювання точок для даних груп країн і за період 1971-2004 рр. і, особливо, за 1991-2004 рр. Тобто, для великих економік, якими є країни G-7, стагфляційні процеси властиві більшою мірою, ніж для малих, якими є країни, що увійшли в групу "решта ОЕСР". Для останніх, майже горизонтальна лінія, що описує зв'язок між інфляцією та безробіттям, скоріше свідчить про відсутність стагфляції і кривої Філіпса одночасно.

З останнього можна зробити висновки, спираючись на вище висвітлені теоретичні підходи до інфляційних процесів в умовах глобалізації та те, що макроекономічна ситуація на рівні світового господарства справляє відмінний вплив на великі та малі економіки, що це і робить їх політики потенційно відмінними. Оскільки, для малих відкритих економік, які складають групу "решта ОЕСР", властивий менший кут нахилу кривої, що відображає стагфляційну залежність між інфляцією та безробіттям, тобто в них варіація інфляції на одиницю варіації безробіття суттєво нижче, а розсіювання останнього показника вище, порівняно з показником цінової динаміки, то можна дійти висновків: їхня схильність реагувати на проблеми у сфері зайнятості суттєво поступається тій, що властива великим економікам, для яких характерна стагфляційна ситуація. Тобто, спроби останніх реагувати на проблему безробіття в умовах глобалізаційно обумовленого підвищення нейтральності монетарної політики призводить до підвищення інфляції, тоді як центральні банки в малих відкритих економіках менше схильні реагувати на ситуацію у сфері зайнятості, внаслідок чого варіація безробіття у них вища на тлі однорідно низьких рівнів інфляції, що і визначає практично горизонтальний характер розташування відповідної кривої. Можна стверджувати, що в останніх відкритість усвідомлюється як фактор, що призведе до суттєвого погіршення макроекономічної стабільності внаслідок здійснення дискреційних кроків та

створення не передбачуваної інфляції, тоді як для великих економік це є менш характерно, оскільки їхній рівень відкритості є нижчим, а спеціалізація не так яскраво виражена, отже вразливість до специфічних шоків менш значима. Окрім цього, у випадку макроекономічної дестабілізації великі економіки, маючи більший потенціал та ресурси, спроможні більш ефективно протистояти різного роду потрясінням, порівняно з малими економіками. З одного боку, це природно визначає те, що факт можливості компенсувати втрати від шоків спонукає їх до менш зваженої політики у сфері реакцій на проблему альтернативності інфляції та безробіття порівняно з випадком малих економік, які потенційно менш спроможні протиставити свої ресурси глобальним ринкам без суттєвих втрат добробуту. З іншого боку, це може усвідомлюватись ринками, внаслідок чого перші будуть сприйматись як такі, що більшою мірою схильні до інконсистентної поведінки, через що вищі рівні інфляції будуть кореспондувати з вищим рівнем безробіття.

Послугуючись згадуваним вище підходом до аналізу проблеми альтернативності між інфляцією та безробіттям з допомогою показників варіації (дисперсії), як більш сучасним інструментом дослідження монетарних явищ, зауважимо, що на тлі процесів глобалізації відбувається суттєве покращення ситуації з коливаннями параметрів кривої Філіпса. Можна констатувати, що ефективність монетарної політики, виміряної з допомогою варіаційних значень безробіття та кореспондуючих з ним варіаційних значень інфляції суттєво підвищилась, порівняно з 1970-1980-ми рр.

Наприклад, Голова Ріксбанку (центрального банку Швеції) У.Бьокстрьом констатує, що для тринадцяти найбільш розвинутих країн розсіювання точок у координатах “дисперсія зростання ВВП” (вісь ОХ) та “дисперсія інфляції” ОУ за період 1970-1990 рр. набагато вище, порівняно з періодом 1995-2000 рр., що говорить про зменшення волатильності не тільки інфляції, але й динаміки ВВП<sup>162</sup>. Важливість даного феномену впливає з того, що в рамках неокейнсіанської доктрини монетарної політики більш жорстка реакція центрального банку на коливання інфляції неминуче означає підвищення амплітуди коливань ВВП.

---

<sup>162</sup> Backstrom U. Perspective on the inflation target // BIS Review. — 2002. — №22 // [www.bis.org](http://www.bis.org).



Наприклад, всесвітньо відомий економіст, представник даного напрямку, Ст.Фішер, розглядаючи дану проблему в світлі дискусії про вплив статусу центрального банку на макроекономічну ситуацію, наводить приклад США та Німеччини. Для них існує суттєва різниця в показниках, з одного боку, середнього зростання ВВП та середнього показника інфляції, з іншого, — варіації даних показників. Так, за період з 1960 р. по 1992/3 р. середня інфляція у США склала 1,19, у Німеччині — 0,83, а варіація інфляції, відповідно, 0,69 та 0,43. Що стосується показника ВВП, то, відповідно, 0,73 та 0,73 й 0,88 та 1,42<sup>163</sup>. Тобто, нижчі показники інфляції у Німеччині порівняно з США супроводжуються також нижчою її варіацією, тоді як однаковий середній ріст ВВП супроводжується його меншою варіацією саме у США. Звідси можна зробити висновок, що ФРС більшою мірою схильна до дискреційних кроків, порівняно з Бундесбанком, що знайшло виразу у вищій варіації інфляції та у нижчій варіації ВВП у США порівняно з Німеччиною.

Проте збільшення кількості країн у вибірці все одно підтверджує тезу, згідно якої варіація інфляції та ВВП суттєво знизилась за період, якому властиві глобалізаційні процеси. Згадувані де Ліма, де Серрес та Кеннеді наводять приклад 15 найбільш розвинутих країн за чотири періоди, які разом охоплюють 1973-2001 рр. Так, у першому періоді (1973-1979 рр.) розсіювання точок, що відображають кореспонденцію між варіацією ВВП та варіацією інфляції, дуже значний, а його характер демонструє наявність двох кривих Філіпса — розташованої нижче (країни G-7), та вище (решта). У другому періоді (1980-1989 рр.) ситуація покращується, площа розсіювання звужується, а характер розсіювання не нагадує криву Філіпса. Наступний період (1990-1994 рр.) характеризується подальшим звуженням площі розсіювання з яскраво вираженим стагфляційним характером зв'язку між даними двома параметрами. Період 1995-2001 рр. відображає подальше покращення ситуації зі зменшенням волатильності інфляції та ВВП при збереженні стагфляційного характеру кореспонденції між ними, як у попередньому періоді<sup>164</sup>.

---

<sup>163</sup> Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064. — P. 65.

<sup>164</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 51.

Щодо зв'язку між волатильністю інфляції та безробіття, то авторські дослідження 20 країн ОЕСР за період 1971-2004 рр. також виявляють загальне підтвердження даній тенденції, незважаючи на те, що нами при розрахунках застосовувався параметр не ВВП, а безробіття (див. табл. 3.7. та рис. Г.10.-Г.13 додатку Г).

Таблиця 3.7.

**Дисперсія інфляції і безробіття у країнах ОЕСР, 1971-2004 рр.**

	1971-1980		1981-1990		1991-2004		1971-2004	
	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ	ДІ	ДБ
Австралія	45,1	3,5	3,7	2,0	19,4	1,4	32,3	4,6
Австрія	10,4	0,05	2,6	1,2	1,0	0,4	8,4	3,1
Бельгія	12,2	2,8	9,5	2,7	2,1	1,7	12,2	4,3
Канада	1,9	1,6	9,4	2,7	3,9	1,5	14,2	2,9
Фінляндія	27,8	2,6	13,6	0,5	3,6	14,7	22,4	19,5
Франція	8,6	1,6	16,1	1,2	0,8	1,2	18,7	9,4
ФРН	1,9	1,8	4,0	1,2	6,2	2,9	5,3	10,1
Греція	146,3	0,3	48,4	1,96	66,3	2,4	97,9	8,3
Ірландія	55,3	1,3	61,7	9,4	1,8	15,1	51,7	18,0
Італія	27,5	0,9	26,6	1,6	2,2	2,8	37,6	5,9
Японія	37,2	0,1	1,9	0,1	1,3	0,9	27,7	0,9
Нідерланди	8,4	0,4	4,6	2,1	0,4	14,4	10,96	5,5
Нова Зеландія	23,4	-	101,98	1,2	3,6	2,9	84,8	3,8
Норвегія	17,1	0,2	6,4	0,9	2,5	1,8	12,9	3,4
Португалія	133,7	-	74,6	2,3	6,2	2,6	96,7	3,4
Іспанія	20,9	-	22,7	7,9	3,6	8,8	27,5	28,6
Швеція	17,95	0,03	10,1	0,3	24,7	5,9	29,5	5,7
Швейцарія	22,1	0,1	9,8	0,3	3,5	2,6	13,0	2,5
Велика Британія	31,9	1,7	7,6	4,8	2,3	3,9	33,2	9,4
США	11,1	1,2	5,3	2,5	0,8	1,3	10,8	2,2

Примітка: ДІ — дисперсія інфляції; ДБ — дисперсія безробіття. Розрахунки автора за: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. — 2003. — №765. — Figure 1. та World Economic Outlook. IMF. — IMF. — Wash. D.C., 2004. — P. 185.

Авторський обрахунок даних показників було здійснено для трьох періодів та за період у 1971-2004 рр. (див. табл. 3.7.). Можна стверджувати, що на останнє десятиліття припадає суттєво нижча волатильність інфляції та безробіття, порівняно з понад тридцятилітнім періодом в цілому. Це саме стосується того, що за 1991-2004 рр. дисперсія інфляції і безробіття виявилась суттєво нижче, порівняно з попередніми періодами. Зазначимо, що якщо масштаби коливання рівня інфляції були найвищими у першому з аналізованих періодів, то безробіття — у третьому.

Так, суттєві амплітуди коливання інфляції у 1970-х пов'язані з практикою інфляціоністської політики та спорадичними дискреційними кроками із боротьби з нею, тоді як у наступні періоди, як вже зазначалось, центральні банки почали здійснювати зважену політику стабільності цін. Зокрема, яскраво виражене звуження площі розсіювання точок, що відображають зв'язок між даними параметрами, дозволяють констатувати підвищення ефективності монетарної політики, спрямованої на стабілізацію макроекономічних коливань. Що стосується амплітуди коливань безробіття, то його незначний рівень та контрциклічні монетарні заходи 1970-х природно визначали відносну стабілізацію зайнятості. Однак, для періоду 1980-х характерні нижчі коливання у масштабах безробіття, ніж у наступному десятилітті, на яке припало нарощування глобалізаційних процесів. Тим не менше, це не пов'язано з тим, що орієнтація монетарної політики на стабілізацію інфляції, зокрема підвищення значення параметру відрази до варіації інфляції у функції реакцій центрального банку, про що було сказано вище, призводить до підвищення волатильності безробіття, як це теоретизується в рамках неокейнсіанських уявлень про негнучкість цін, оскільки у багатьох країнах зростання показника варіації безробіття не відображає його фактичного загального зниження (що особливо характерно для Греції, Португалії, Іспанії, Нідерландів, Великої Британії).

Варто відзначити, що впродовж зазначених періодів характер зв'язку між даними двома параметрами є відмінний в розрізі країн G-7 та "решти ОЕСР" (див. рис. Г.14. – Г.21. додатку Г). По-перше, для періоду 1971-2004 рр. характер зв'язку для даних груп країн практично ідентичний: це відсутність і стагфляції і кривої Філіпса, тобто розташування лінії регресії практично паралельно осі  $OX$  (дисперсія безробіття), хоча і з мінімальним негативним нахилом. По-друге, впродовж кожного окремого періоду характер розсіювання точок, що відображають кореспонденцію між даними параметрами суттєво різниться в розрізі груп країн. Так, за період 1971-1980 рр. для G-7 характерний суттєвий негативний нахил лінії регресії, а зв'язок практично статистично значимий, тобто існує обернена залежність між дисперсією інфляції і безробіття. Для "решти ОЕСР" характерний мінімальний негативний кут

нахилу, тобто відсутність яскраво вираженої оберненої залежності між даними показниками. За період 1981-1990 рр. має місце обернена ситуація для даних груп країн. А за третій період країнам G-7 властива стагфляційна закономірність, а “решті ОЕСР” — залежність по типу кривої Філіпса. Щодо останнього, то можна сказати, що це зумовлено, з одного боку, вищеописаним феноменом суттєвого зниження безробіття у більшості країн цієї групи, а з іншого, — тривалим процесом адаптації до зміни режиму монетарної політики, що відбувся у багатьох малих відкритих економіках, і співпав у часі з структурними проблемами у них. Зокрема, це підтверджує висновки згадуваних Кечетті та Ехрмана, які пояснюють збереження високої варіації безробіття у окремих країнах на тлі загального зниження інфляції та більш високої транспарентності монетарної політики тим, що структурні шоки мають асиметричний характер, що погіршує конкретні випадки зв'язку між варіацією інфляції та безробіття на фоні загального покращення ситуації у сфері альтернативності між значеннями їх волатильності<sup>165</sup>.

Разом з тим, можна зробити більш загальний висновок про відмінний характер монетарної політики у великих та малих економіках. Так, впродовж 1970-х у великих економіках (країни Великої сімки) мала місце більш висока акомодация шоків, ніж у малих: реакція на коливання безробіття є більш вираженою саме для них, тоді як для других така закономірність не мала загального характеру. У наступному періоді, коли провідні країни перейшли до яскраво вираженої антиінфляційної політики, їх реагування на проблеми у сфері зайнятості послабились, тоді як у малих економіках процес переходу до політики стабільності цін відбувався повільніше. Що ж стосується третього періоду, то він відображає посилення стагфляційних тенденцій для країн G-7 та асиметричне накладання структурних шоків на процес орієнтації на низьку інфляцію у країнах групи “решта ОЕСР”. А це є додатковим свідченням підвищення нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації, оскільки остання загострює відмінності в характері

---

<sup>165</sup> Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 5.

наслідків зв'язків з міжнародною економікою, виражених у відкритості великих та малих країн, а звідси — реакції їх центральних банків повинні бути відмінними.

Тим не менше, факт загального покращення ситуації довкола альтернативності між інфляцією та безробіттям залишається предметом дискусії. На наш погляд, можна виділити кілька сформованих напрямків пояснення даного феномену: удосконалення фінансового сектора; підвищення довіри до монетарної політики; динаміка показника NAIRU (*non-acceleration inflation rate of unemployment*) та зростання продуктивності праці.

Щодо першого, то, наприклад, С.Кечетті та С.Краузе, які на прикладі 23 розвинутих країн та країн з ринками, що виникають, виявляють суттєве підвищення ефективності центральних банків впродовж 1990-х, порівняно з двома попередніми десятиліттями. Вони, розуміючи під підвищенням ефективності монетарної політики стабільність інфляції, ВВП та відсутність значних негативних коливань у сфері зайнятості, констатують, що така позитивна ситуація детермінується двома, як на наш погляд, дещо відмінними причинами. По-перше, це зростання досвіду та навиків в роботі самих органів грошової влади, які здійснюють політику, зорієнтовану на стабілізацію коливань інфляції та ВВП. По-друге, специфіка орієнтації одразу на стабілізацію волатильності даних макропараметрів зумовлює підвищення ролі процентної ставки як інструмента монетарної політики, а це вимагає суттєвого удосконалення трансмісійного механізму. Останній визначається характером функціонування сфери фінансового посередництва, і глибокі трансформації у цій царині вважаються даними економістами одним з реальних факторів загального зростання ефективності монетарних заходів в системі реалізації стабілізаційної політики<sup>166</sup>. Зауважимо, що розвиток сфери фінансового посередництва був каталізований дерегуляційними та лібералізаційними заходами, які релевантні процесам глобалізації і, зрештою, забезпечили їх уможливлення. Більше того, як вже зазначалось вище, розвинуті фінансові ринки дозволяють суттєво амортизувати волатильність споживання, отже, позитивно впливають на

---

<sup>166</sup> Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2001. — №8354. // [www.nber.org](http://www.nber.org).

стабілізацію реальних макроекономічних процесів. Звідси випливає, що глобалізація фінансових ринків в розумінні її позитивного впливу на їх поглиблення та диверсифікацію, опосередковано позитивно відобразилась на тому, що вони виступили в ролі потенційного фактора підвищення ефективності монетарної політики.

Стосовно зростання довіри до центральних банків за рахунок переходу до системи таргетування інфляції, то можна констатувати, що даний режим монетарної політики теоретично передбачає прямий вплив на покращення ситуації навколо кривої Філіпса з огляду на підвищення транспарентності, прогнозованості та відповідальності органів грошової влади. Внаслідок цього інфляційні очікування завжди повинні співпадати з фактичними рівнями інфляції, через що безробіття перебуватиме на своєму природному рівні. Більше того, якщо перші емпіричні дослідження у даній сфері виявили суттєве покращення тільки проблеми варіації інфляції, то більш пізні — загальне зростання ефективності монетарної політики, тобто стабілізацію варіації не тільки цінової динаміки, але й зайнятості<sup>167</sup>. Проте, зниження варіації параметрів кривої Філіпса та загальне зниження циклічної активності, як вже зазначалось, властиве не тільки країнам, що здійснюють політику на основі встановлення експліцитних номінальних якорів, але й практично усім розвинутим країнам і багатьом ринкам, що виникають. Звідси можна зробити висновок, що факт підвищення довіри до монетарної політики не впливає виключно з режиму її здійснення, а відображає її фактичну трансформацію, простежувань у її результатах, які справляють безпосередній вплив на формування інфляційних очікувань, а останні, як вже зазначалось, суттєво покращились в добу глобалізації.

Зокрема, більш інтегральний підхід до пояснення ситуації довкола кривої Філіпса ґрунтується на структурних детермінантах одночасного зниження інфляції і безробіття. Оскільки показник NAIRU відображає характер функціонування ринків

---

<sup>167</sup> Hutchinson M., Walsh C. The Output-Inflation Trade-off and Central Bank Reform: Evidence from New Zealand // *Economic Journal*. — 1998. — Vol. 108. — P. 703-725.; Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // *NBER Working Paper*. — 1999. — №7426. — P. 1-35.; Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // *IMF Working Paper*. — 2001. — wp/01/166. — P. 1-42.

праці (гнучкість цін та заробітних плат, мобільність робочої сили тощо), то він є своєрідним орієнтиром визначення цільової інфляції з огляду на функцію реакцій центрального банку. Зрозуміло, що чим нижчим буде цей показник, тим значніша частина виробничих потужностей буде завантажена без ризику для інфляції (зокрема, зростання граничних витрат буде менш інфляціогенним). Що стосується динаміки даного показника, то покращення ситуації довкола альтернативності між інфляцією і безробіттям за останній період обумовлюється деяким його зниженням (в даному випадку характер впливу на центральні банки буде подібний до того, як зменшення амплітуди коливань ділового циклу послаблює схильність до дискреційних кроків, оскільки потреба в них знижується). З одного боку, цьому сприяло те, що впродовж 1980-х він знаходився на високому рівні як наслідок реакції достатньо негнучких ринків праці на перехід до жорстких антиінфляційних монетарних курсів та негативних інфляційних очікувань. З іншого, — тривале економічне зростання, обумовлене глобалізаційними факторами, позначилось на його зниженні в тому розумінні, що даний показник відображає адаптацію до циклічних змін в режимі *post priori*. Відповідно, зниження даного показника в цілому буде тягнути за собою зниження інфляції на трендовому рівні з огляду на те, що навіть дискреційний зсув в напрямку реакції на зниження зайнятості відбуватиметься на тлі звуження масштабу відхилень фактичного безробіття від такого, що не призводить до зростання цін, отже його інфляціогенний наслідок буде обмежений більш низькою рівноважною нормою природного безробіття.

Разом з тим, за період 1993-2001 рр. для країн ОЕСР спостерігається закономірність: чим більшою мірою показник ВВП-розриву є позитивним значенням, тим меншою мірою відбувається зниження інфляції, хоча вона в цілому знижується за даний період<sup>168</sup>. Звідси випливає, що фактор NAIRU справляє вплив на монетарну політику, отже, теоретично остання визначається внутрішньокраїнними факторами.

---

<sup>168</sup> Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. — 2003. — №765. — Figure 4.

Зауважимо, що природний рівень безробіття знаходиться у тісному зв'язку з показниками факторної продуктивності. А підвищення останньої, у короткостроковому чи навіть середньостроковому періоді, може справляти позитивний вплив на зниження інфляції через відносне скорочення витрат на оплату праці (зміни в динаміці факторної продуктивності прикладі країн ОЕСР демонструє табл. 3.1.). Що стосується покращення ситуації довкола проблеми кривої Філіпса, то, наприклад, Дж.Іхрінг та Дж.Маркез констатують: підвищення продуктивності виробничих факторів, в першу чергу праці, позитивно відобразилось на зниженні інфляції за одночасного зниження безробіття тільки у США, тоді як іншим розвинутих країнам це не властиво<sup>169</sup>.

Разом з тим, згідно вище згаданих моделей Ромера, Лейна та концепції конкуренції за розташування бізнесу, глобалізація повинна справляти прямий вплив на поведінку центральних банків щодо інфляції. Окрім цього, глобалізація також повинна справляти вплив на економіку країни (реальні макроекономічні змінні), через що її вплив на характер завантаження виробничих потужностей, зокрема на продуктивність праці, опосередковано індукуватиме загальний монетарний курс. Окрім цього, теоретично, відкритість, асоційована з глобалізацією, повинна позитивно позначатись на економічному зростанні та підвищенні продуктивності з огляду на сприятливі алокаційні ефекти, що резонують з ефектом спеціалізації та технологічної інноваційності.

Для виявлення загальних закономірностей впливу відкритості на макроекономічну ситуацію у розвинутих країнах (оскільки останні, як вже зазначалось, найбільшою мірою втягнуті у глобальні процеси з огляду на найнижчий регулятивний тягар на зовнішньоекономічні трансакції) було застосовано два показники її виміру: валові потоки приватного капіталу як співвідношення до ВВП, що відображають фінансову інтеграцію країни з міжнародними ринками, і співвідношення зовнішньої торгівлі до ВВП, що відображає втягнення економік у міжнародний поділ праці, спеціалізацію і,

---

<sup>169</sup> Ibid. — P. 1-23.



відповідно, мікро-відтворювальну інтеграцію країни на рівні світового господарства<sup>170</sup>.

Результати емпіричних досліджень впливу відкритості монетарну політику розвинутих країн виявляють неоднозначні результати.

Зауважимо, що при його здійсненні були співставлені не тільки показники інфляції та показники, які вимірюють таку відкритість, але й показники безробіття. В основу даного підходу закладено те, що можливий вплив на одну з фундаментальних для монетарної політики величин — інфляції та безробіття — може відображати характер зв'язку між ними згідно теоретичних дискусій з приводу короткострокової кривої Філіпса та того, як вибір, обмежений нею, визначає макроекономічну ситуацію в тенденції. Тобто, якщо альтернатива, що описується кривою Філіпса, існує, то позитивний вплив глобалізації на інфляцію, як це передбачають вище описані моделі, має позначатись на безробітті. І навпаки. Окрім цього, аналізувався зв'язок між рівнем відкритості і зростанням ВВП та факторної продуктивності, позитивна динаміка яких може відображати непрямий вплив глобалізації на підвищення ефективності монетарної політики.

Результати емпіричного тестування зв'язку між відкритістю та макроекономічною ситуацією для країн ОЕСР за 1990-2004 рр. демонструє табл. 3.8.

*Таблиця 3.8.*

**Результати емпіричного аналізу впливу відкритості на монетарну політику**

Параметри, що співставляються	Рівняння регресії	R <sup>2</sup>	Характер зв'язку
Середні показники відкритості, інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП			
СВППК* та інфляція	$Y = -0,0506x + 3,365$	0,03	Обернений, достатньо чітко простежуваний
СЗЗТ** та інфляція	$Y = -0,0167x + 3,7528$	0,05	Обернений, достатньо чітко простежуваний
СВППК та безробіття	$Y = 0,0525x + 7,1136$	0,01	Прямий, достатньо чітко простежуваний
СЗЗТ та безробіття	$Y = 0,0012x + 7,6104$	0,0001	Лінія, майже паралельна осі ОХ
СВППК та середньорічне зростання ВВП	$Y = 0,0716x + 1,9685$	0,15	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та середньорічне зростання ВВП	$Y = 0,0181x + 1,7288$	0,14	Прямий, добре простежуваний
СВППК та дисперсія інфляції	$Y = -0,4816x + 12,946$	0,06	Обернений, достатньо чітко

<sup>170</sup> Дані по зазначених показниках: World Development Indicators. — Wash. World Bank, 2003. — P. 332-334.

			простежуваний, але за виключенням трьох випадків — лінія майже паралельна осі ОХ
СЗТ та дисперсія інфляції	$Y = -0,118x + 14,348$	0,05	Те саме
СВПК та дисперсія безробіття	$Y = 0,4356x - 0,3447$	0,5	Прямий, добре простежуваний
СЗТ та дисперсія безробіття	$Y = 0,0692x + 0,4838$	0,19	Прямий, не зовсім добре простежуваний
Абсолютні зміни показників відкритості, інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП			
Зростання ВВПК та зменшення інфляції	$Y = 0,0097x - 2,5431$	0,1	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗТ та зменшення інфляції	$Y = 0,0867x - 3,2553$	0,17	Те саме
Зростання ВВПК та зменшення безробіття	$Y = -0,0314x + 0,1132$	0,42	Обернений, добре простежуваний
Зростання ЗТ та зменшення безробіття	$Y = -0,1634x + 0,7923$	0,41	Те саме
Зростання ВВПК та збільшення середньорічного зростання ВВП	$Y = 0,0149x + 1,9803$	0,44	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗТ та збільшення середньорічного зростання ВВП	$Y = 0,0668x + 1,8074$	0,32	Те саме
Зростання ВВПК та дисперсія інфляції	$Y = -0,0501x + 10,312$	0,04	Обернений, не чітко простежуваний
Зростання ЗТ та дисперсія інфляції	$Y = -0,2989x + 11,926$	0,06	Обернений, добре простежуваний
Зростання ВВПК та дисперсія безробіття	$Y = 0,0455x + 2,0316$	0,36	Прямий, добре простежуваний
Зростання ЗТ та дисперсія безробіття	$Y = 0,4722x + 1,2763$	0,47	Те саме
Середні показники відкритості, інфляції та безробіття. Групування країн			
СВПК та інфляція для G-7	$Y = 0,0658x + 1,8596$	0,19	Прямий, не чітко простежуваний
СВПК та інфляція для решти ОЕСР	$Y = -0,128x + 4,6019$	0,15	Обернений, добре простежуваний
СВПК та інфляція для країн, де СВПК більше 10%	$Y = 0,072x + 0,9822$	0,28	Прямий, добре простежуваний
СВПК та інфляція для країн, де СВПК менше 10%	$Y = -0,1454x + 3,955$	0,03	Обернений, добре простежуваний
СЗТ та інфляція у G-7	$Y = 0,0217x + 1,5664$	0,09	Прямий, не чітко простежуваний
СЗТ та інфляція для решти ОЕСР	$Y = -0,0332x + 5,2106$	0,17	Обернений, добре простежуваний
СЗТ та інфляція для країн, де СЗТ менше 50%	$Y = 0,0082x + 3,1958$	0,0009	Лінія, майже паралельно осі ОХ, погано простежуваний
СЗТ та інфляція для країн, де СЗТ більше 50%	$Y = -0,0074x + 2,9156$	0,11	Обернений, добре простежуваний
СВПК та безробіття для G-7	$Y = 0,2576x + 7,2695$	0,02	Прямий, добре простежуваний

СВППК та безробіття для решти ОЕСР	$Y = 0,1208x + 7,0936$	0,07	Те саме
СВППК та безробіття для країн, де СВППК більше 10%	$Y = -0,1722x + 12,36$	0,22	Обернений, добре простежуваний
СВППК та безробіття для країн, де СВППК менше 10%	$Y = 0,507x + 4,884$	0,16	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та безробіття у G-7	$Y = 0,1341x + 2,585$	0,53	Те саме
СЗЗТ та безробіття для решти ОЕСР	$Y = -0,0143x + 9,4525$	0,02	Обернений, не чітко простежуваний
СЗЗТ та безробіття для країн, де СЗЗТ менше 50%	$Y = 0,1842x + 2,2303$	0,20	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та безробіття для країн, де СЗЗТ більше 50%	$Y = 0,0181x + 5,752$	0,04	Прямий, погано простежуваний
<b>Відкритість і факторна продуктивність</b>			
СВППК та середнє зростання продуктивності праці	$Y = 0,0467x + 1,8015$	0,23	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та середнє зростання продуктивності праці	$Y = 0,0142x + 1,6114$	0,24	Те саме
СВППК та середнє зростання загальної продуктивності факторів	$Y = 0,0764x + 0,649$	0,35	Те саме
СЗЗТ середнє зростання загальної продуктивності факторів	$Y = 0,0236x + 0,321$	0,37	Те саме
<b>Відкритість і параметр відрази до варіації інфляції у функції реакції центрального банку</b>			
СВППК та параметр відрази до варіації інфляції	$Y = 0,0102x + 0,6916$	0,24	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та параметр відрази до варіації інфляції	$Y = 0,0009x + 0,7567$	0,03	Прямий, відносно добре простежуваний
<b>Відкритість і рівень кореляції між інфляцією та безробіттям (крива Філіпса)</b>			
СВППК та рівень кореляції	$Y = 0,0082x - 0,4069$	0,04	Прямий відносно добре простежуваний
СЗЗТ та рівень кореляції	Пряма лінія, що відображає практичну відсутність чіткої закономірності		
СВППК та рівень кореляції у G-7	$Y = 0,0377x - 0,4684$	0,39	Прямий, добре простежуваний
СЗЗТ та рівень кореляції у G-7	$Y = 0,008x - 0,4728$	0,08	Прямий, добре простежуваний
СВППК та рівень кореляції у решти ОЕСР	$Y = 0,0013x - 0,4184$	0,03	Прямий, погано простежуваний
СЗЗТ та рівень кореляції у решти ОЕСР	$Y = 0,0014x - 0,4915$	0,04	Прямий, добре простежуваний

Примітка: \* СВППК — Середні валові потоки приватного капіталу у % ВВП; \*\* — Середнє значення зовнішньої торгівлі щодо ВВП, %.

Спираючись на отримані результати регресійного аналізу, можна виявити ряд закономірностей:

по-перше, зв'язок між середніми показниками інфляції та показниками відкритості, що були застосовані, хоч і є оберненим, але його щільність дуже низька.

І у випадку середніх валових потоків приватного капіталу, і у випадку середнього значення зовнішньої торгівлі їх більш високий рівень слабо асоціюється з середнім рівнем інфляції. Такий результат суттєво розходиться з висновками теорії про трансформацію функції реакцій центрального банку в умовах глобалізації. При цьому, як видно з даних табл. 3.8., чим вищими є валові потоки приватного капіталу відносно ВВП, тим вищим є параметр відрази до варіації інфляції; це саме стосується і значення зовнішньої торгівлі. Але, щільність зв'язку між першим показником відкритості та даним параметром набагато вище, а це свідчить про те, що фінансова глобалізація реально впливає на трансформацію монетарної політики. Що стосується зв'язку між середніми показниками відкритості та середнім безробіттям, то тут простежується інша закономірність. Попри те, що статистична значимість такого зв'язку є ще меншою, чим вищим є показник відкритості по потоках капіталу, тим вищим є безробіття, тоді як показник відкритості по зовнішній торгівлі практично не впливає на рівень безробіття;

по-друге, чим вищою є відкритість, тим нижчою є дисперсія інфляції, хоча статистична значимість такого зв'язку є низькою. Це дещо не узгоджується з висновками теорії про те, що глобалізація повинна позначатись на зменшенні інфляційного зміщення монетарної політики та її орієнтації на контрциклічні заходи (зокрема, це знову дещо суперечить прямому зв'язку між відкритістю та зростанням відрази до варіації інфляції). Разом з тим, чим вищою є відкритість, тим вищою є дисперсія безробіття, а у випадку з валовими потоками приватного капіталу, даний прямий зв'язок досягає статистично значимого рівня. З одного боку, це підтверджує думку про те, що ринки праці в умовах глобалізації залишились негнучкими, а чим більшою мірою країна втягується у світогосподарські зв'язки, тобто, чим більшою мірою у ній простежуватиметься тенденція до спеціалізації, тим більшою мірою існуватиме тенденція до волатильності безробіття, оскільки ринки праці не встигають за алокаційними процесами, індукованими факторами міжнародної економіки. З іншого боку, дисперсія безробіття не враховує позитивних зрушень у зайнятості, що властиво малим відкритим економікам, про що згадувалось при аналізі проблеми кривої Філіпса;

по-третє, середньорічне значення зростання ВВП достатньо добре корельовано рівнем відкритості. Простежується чітка закономірність, — чим вищою є відкритість і за потоками капіталу, і за зовнішньою торгівлею, тим швидше зростає ВВП, причому статистична значимість даного зв'язку суттєво перевищує його значимість при співставленні показників відкритості та показників інфляції і безробіття. Це говорить про те, що глобалізація дійсно формує суттєві передумови для економічного зростання, тоді як негнучкість ринків праці не дозволяє повною мірою знизити рівень безробіття, адекватний зростанню ВВП. Зокрема, відкритість позитивно впливає на зростання і загальної факторної продуктивності, і продуктивності праці (при чому, в обох випадках спостерігається достатньо висока статистична значимість даного зв'язку), внаслідок чого вона формує довгострокові передумови для позитивного впливу на динаміку виробництва. Разом з тим, відставання зменшення безробіття від зростання ВВП може обумовлюватись факторами технологічних зрушень, пов'язаних з глобалізацією. Поза тим, сприятливі глобалізаційні стимули для зростання виробництва не позначаються на тому, що політика щодо рівня інфляції може визначатись станом безробіття. Тобто, орієнтація в розрізі країн на певний рівень інфляції відбувається незалежно від екзогенних чинників, які однаково не пов'язані прямо з динамікою безробіття.

Тим не менше, хоч отримані результати, представленні вище, і не узгоджуються з висновками теорії про вплив відкритості на інфляцію, співставлення абсолютних змін у рівні відкритості з абсолютними змінами у показниках інфляції, безробіття та середньорічного зростання ВВП дозволяють суттєво уточнити та скоректувати аналіз проблеми. Так, якщо зростання відкритості за потоками капіталу добре простежувано впливає на зменшення інфляції (хоч рівень статистичної значимості лишається низький, але він суттєво вище, порівняно з результатами співставлення відповідних середніх показників), то зростання відкритості за показниками зовнішньої торгівлі не тільки позначається на зниженні інфляції, але й значимість такого зв'язку суттєво зростає, порівняно і з показниками відкритості за потоками капіталу, і порівняно з відповідними середніми показниками. Але зростання відкритості впродовж 1990-2004 рр. суттєво

позначилось на зниженні безробіття, при чому щільність даного зв'язку майже досягає рівня статистичної значимості. Так само зростання відкритості позитивно пов'язано із змінами щодо збільшення показника середньорічного зростання ВВП. Останнє узгоджується з вище висловленими висновками про позитивний вплив глобалізації на прискорення зростання виробництва.

Однак зростання відкритості за обома показниками хоч і демонструє обернений зв'язок з дисперсією інфляції, як і в попередніх випадках, його статистична значимість дуже низька. При цьому збільшення валових потоків капіталу та зростання частки зовнішньої торгівлі у ВВП позитивно корелює зі зростанням дисперсії безробіття, що також узгоджується з вищенаведеними висновками про вплив негнучкості ринків праці на неадекватну реакцію функції безробіття на зростання виробництва та неврахування у даному показнику тенденції до зниження безробіття в окремих країнах.

Оскільки зв'язок між відкритістю та середньою інфляцією та її дисперсією низький, а зв'язок між зростанням ВВП високий, так само як він високий для зростання відкритості та зменшення безробіття, то можна стверджувати, що глобалізація не сама по собі впливає на стабілізацію інфляції. Послаблення тиску на центральні банки в напрямку вирішення проблеми безробіття (наприклад, внаслідок покращення ситуації на ринках праці, особливо у малих розвинутих економіках, підвищення їх незалежності тощо) та усвідомлення нейтральності монетарних заходів самими інституціями макроекономічної політики (адже дисперсія інфляції практично завжди в розрізі країн є низькою, що підтверджує тезу про відсутність контрциклічних витоків у грошово-кредитному регулюванні та їх інконсистентності, а з іншого боку, монетарна політика природно стає нейтральною, оскільки завантаження ресурсів в розрізі країн підпорядковується глобальному алокаційному механізму) відображає те, що самі органи грошової влади поведуться у антиінфляційному напрямку, незалежно від екзогенних факторів.

Але, останні висновки адекватні з огляду на загальну тенденцію зниження та стабілізації інфляції у розвинутих країнах та у світі. В зв'язку з тим, що до країн ОЕСР входять економіки, які не можливо назвати гомогенними, в першу чергу за

ступенем того, як їх можна віднести до малих чи великих, та враховуючи виявленні відмінності в характері монетарної політики у них в світлі аналізу проблеми кривої Філіпса, було проведене групування країн. За критерії групування було обрано: а) належність країн до Великої сімки (G-7) та, відповідно, до решти ОЕСР (як у випадку аналізу кривої Філіпса), що потенційно відображає поділ економік на великі та малі; б) ступінь відкритості — у випадку валових потоків приватного капіталу країни було згруповано у дві групи, де цей показник є менше (Канада, ФРН, Італія, Японія, США, Австралія, Австрія, Греція, Нова Зеландія, Норвегія, Португалія, Іспанія) та більше (Франція, Велика Британія, Бельгія, Фінляндія, Ірландія, Нідерланди, Швеція, Швейцарія) 10% ВВП; у випадку значення зовнішньої торгівлі у ВВП — відповідно менше (Франція, Японія, Велика Британія, США, Австралія, Греція, Італія, Нова Зеландія, Іспанія) та більше (Канада, ФРН, Бельгія, Фінляндія, Ірландія, Нідерланди, Норвегія, Португалія, Швеція, Швейцарія) 50%.

Так, що стосується впливу відкритості на інфляцію в розрізі груп країн, то можна побачити суттєві відмінності від тих результатів, які виявлені на прикладі усіх країн-членів ОЕСР. По-перше, існує добре простежуваний обернений зв'язок між рівнем відкритості (за обома показниками) та інфляцією у країнах, які входять у групу “решта ОЕСР”, при цьому його статистична значимість, для обох випадків, суттєво перевищує аналогічну для прикладу всього ОЕСР з відповідними середніми та динамічними показниками. Що стосується країн G-7, то для них зв'язок між відкритістю та інфляцією взагалі є позитивним, але його значимість набагато вища для потоків капіталу. По-друге, не існує чіткої закономірності впливу відкритості на економіку країн, згрупованих за другим критерієм. Наприклад, для країн з показником потоків капіталу понад 10% спостерігається прямий, добре простежуваний зв'язок з достатньо високою статистичною значимістю (для країн з показником потоків капіталу менше 10% зв'язок є обернений, але не значимий). Тоді як для країн з часткою зовнішньої торгівлі у ВВП зв'язок є обернений та відносно статистично значимий, а для країн з часткою зовнішньої торгівлі менше 50% — він взагалі є погано простежуваний.

Відповідно, можна зробити висновок, що: поділ країн на G-7 та “решту ОЕСР” забезпечив вищу гомогенність груп; зв’язок між торгівельною відкритістю та інфляцією більшою мірою відповідає припущенням теорії про вплив відкритості на результати монетарної політики, ніж зв’язок між динамікою цін та рухом капіталів; для малих економік припущення про те, що глобалізація спонукає до жорсткої антиінфляційної політики, підтверджується та є адекватним, оскільки саме для них ризик втрат від дестабілізації буде найвищим; отримані результати щодо актуальності фактору відкритості для малих економік, порівняно з великими, скоріше підтверджують постулати моделі Ромера та загальні уявлення теорії міжнародної економіки, згідно яких для великих країн зростання в умовах відкритості менш ефективне, ніж для малих, з огляду на погіршення спеціалізації.

Варто зазначити, що остання теза також підтверджується тим, що для країн G-7 властивий позитивний зв’язок між обома показниками відкритості та рівнем безробіття, причому, якщо для СВППК він хоч і добре простежуваний, проте статистично не значимий, то для СЗЗТ він, навпаки, значимий статистично. Так само, зв’язок між безробіттям та показниками відкритості для країн, де СВППК менше 10%, а СЗЗТ менше 50%, є прямим, добре простежуваним та відносно статистично значимим. Для більш відкритих економік (СВППК перевищує 10% СЗЗТ — 50%) чіткої закономірності не існує: зв’язок між потоками капіталу та безробіттям відносно значимий та обернений, а зв’язок між зовнішньою торгівлею у ВВП та безробіттям, навпаки, прямий, погано простежуваний та не значимий.

Отже, можна констатувати, що вплив негнучкості ринків праці на одиницю безробіття в умовах відкритості є вищим для великих економік і нижчим для малих. Внаслідок цього для останніх створюються додаткові стимули не вдаватись до інфляційного зміщення, оскільки їх більша утягнутість в систему міжнародної економіки звужує їхній макроекономічний вибір згідно логіки короткострокової кривої Філіпса, опосередковано доводячи більшу релевантність моделі Ромера, тоді як для великих економік властива ситуація, коли вищі рівні безробіття, асоційовані з відкритістю, спонукають до експансивних кроків, внаслідок чого відкритість у них позитивно зв’язана з рівнем інфляції, а зростання нейтральності монетарної



політики тільки посилюватиме тенденцію до стагфляції. Зрештою, це підтверджує наш аналіз проблеми кривої Філіпса, адже для країн Великої сімки властива сама стагфляційна закономірність зв'язку між середніми показниками інфляції і безробіття, тоді як для решти ОЕСР — практично гомогенно низька інфляція кореспондує з великим розсіюванням рівнів безробіття.

Зауважимо, що для більш детального аналізу впливу відкритості на закономірність, описувану кривою Філіпса, було виявлено вплив частки валових потоків приватного капіталу та значення зовнішньої торгівлі у ВВП на величину кореляції між щорічними інфляцією та безробіттям за аналогічний період. Так, чим більше коефіцієнт кореляції буде прямувати до  $-1$ , тим більш адекватним буде припущення про наявність закономірності по типу даної кривої. Отже, якщо глобалізація послаблює таку залежність, як ми це доводили вище, то більш високі рівні відкритості повинні кореспондувати зі значеннями коефіцієнта кореляції, що прямує до 1. Дані у табл. 3.8. дозволяють констатувати, що на прикладі усіх країн ОЕСР підвищення фінансової відкритості справляє позитивний вплив на послаблення залежності між інфляцією та безробіттям по типу кривої Філіпса, тоді як виявити аналогічний вплив торгівельної відкритості не вдалося. Проте групування країн дозволяє стверджувати, що для кожної з груп відкритість пов'язана з позитивним впливом на прямування показника кореляції між інфляцією та безробіття до 1. Причому, для країн G-7 значимість даного зв'язку суттєво вище у випадку з валовими потоками (майже статистично значима) та дещо вище у випадку із зовнішньою торгівлею. Отже, можна стверджувати, що глобалізація таки справляє вплив на послаблення оберненої кореляції між параметрами кривої Філіпса, що є опосередкованим підтвердженням підвищення нейтральності монетарної політики та зростання залежності внутрішнього попиту від екзогенних чинників.

#### **3.1.4. Фінансова інтеграція та процентні ставки: альтернативне розуміння нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації**

Під впливом глобалізації трансформується такий принциповий макроекономічний інструмент як процентні ставки. Відкритість та мобільність капіталів повинна передбачати, що процентні ставки повинні уніфікуватись відповідно до дії принципу ринкової рівноваги. Якщо найбільш ефективно даний

механізм функціонував в епоху золотого стандарту, то принципові макроекономічні риси бретонвудського устрою, навпаки, передбачали вивільнення процентних ставок від тенденцій у сфері міжнародної економіки з метою їх підпорядкування внутрішньо економічним цілям, зокрема, пов'язаним з антициклічним згладжуванням. Проте, зростання торгівельної відкритості після Другої світової війни, поступове запровадження конвертованості у розвинутих країнах позначились на посиленні взаємозалежності фінансових ринків в розвинутих країнах в першу чергу за рахунок посилення кореляції руху короткострокових ставок грошового ринку. Принциповість даного феномену полягає в тому, що центральний банк спроможний безпосередньо контролювати тільки номінальні короткострокові ставки, тоді як прямий вплив на макроінвестиційні та інші процеси у реальному секторі економіки справляють реальні довгострокові ставки. Останні знаходяться під впливом динаміки номінальних довгострокових ставок, а останні — під впливом номінальних короткострокових ставок. Зв'язок між даними трьома ставками утворюється через політику центрального банку та через інфляційні очікування. Отже, природно, що коли короткострокові ставки дедалі більше стають корельованими міжнародними ринками, тобто стають екзогенними, як у випадку моделі малої відкритої економіки, спроможність центрального банку повністю визначати їх динаміку суттєво послаблюється.

Перехід до плаваючих курсів та розвиток глобалізаційних процесів, починаючи з середини 1980-х рр. призводять до щільнішої інтеграції міжнародних фінансових ринків, ще більшою мірою загострили проблему контрольованості процентних ставок з боку органів грошової влади, ніж це було у бретонвудську добу. Більше того, глобалізація, перш за все фінансових ринків, та трансформація характеру монетарної політики сформували достатньо суперечливі тенденції у сфері процентних ставок. Це пов'язано з тим, що, з одного боку, підвищення відразу до варіації інфляції у функції реакцій центральних банків, послаблення дискреційності в сфері циклічного згладжування та орієнтація на цінову стабільність в світлі глобалізаційно обумовленого підвищення нейтральності монетарної політики повинні передбачати, що процентні ставки повинні бути підпорядковані завданням

досягнення цільового рівня інфляції. Останній, як випливає з парадигми раціональних очікувань, визначається у кореспонденції з показником ВВП-розриву, адже параметр реагування на нього у функції реакцій не дорівнює нулю. Звідси можна зробити більш загальний висновок: динаміка процентних ставок повинна визначатись внутрішніми факторами, наприклад, такими як інфляція та ВВП-розрив (негативне відхилення від природної норми безробіття тощо). З вище наведеного аналізу кривої Філіпса в умовах глобалізації, зокрема, також випливає, що попри релевантність теоретичних припущень про зниження інфляції в умовах відкритості, політика стабільності цін не в останню чергу впливає з внутрішніх пріоритетів країни, отже динаміка процентних ставок повинна відображати орієнтацію на внутрішню рівновагу, попри те, що її імперативно-етіологічне значення змінилось в напрямку зростання ролі відрази до варіації інфляції, порівняно з варіацією ВВП.

З іншого боку, інтеграція фінансових ринків, позначаючись на підвищенні рівня кореляції коливання їх параметрів, повинна актуалізувати зовнішні детермінанти утворення величини ставок проценту. Така ситуація повинна обумовлюватись, по-перше, тим що мобільність капіталів розширює можливості арбітражних операцій, по-друге, диверсифікацією та поглибленням самих ринків, по-третє, тим що відкритість та взаємозалежність ринків дозволяють підтримувати довший час платіжні баланси у нерівноважному стані, внаслідок чого вирівнювання норм короткострокових процентних ставок відбуватиметься під впливом дії механізму відображення ризику у їх величині (тобто, нарощування нерівноваги платіжного балансу призводить до підвищення реальних процентних ставок у країні-позичальниці, оскільки інвестори/кредитори вимагатимуть вищих премій за ризик, а у країні-кредиторі ставки знижуватимуться, оскільки її позитивний платіжний баланс, призводячи до зменшення чистих зовнішніх зобов'язань, індукуватиме зниження премій за ризик).

Так, що стосується підвищення значимості внутрішніх факторів у визначенні процентних ставок, то виявлення кореляційного зв'язку між їх фактичними значеннями та теоретичними, обрахованими згідно правила Тейлора (в якому вагові коефіцієнти переваги реакцій на інфляцію щодо безробіття і навпаки дорівнюють

0,5), дозволяє стверджувати: попри глобалізаційні процеси та підвищення відкритості економік у світі центральні банки розвинутих країн визначають процентні ставки відповідно до орієнтації на забезпечення внутрішньої рівноваги. Це впливає з того, що рівень кореляції між величиною ставки, обрахованої згідно правила Тейлора, та фактичними ставками суттєво зріс (див. вище)<sup>171</sup>. Оскільки правило Тейлора передбачає, що встановлення процентної ставки відбувається, враховуючи реакцію центрального банку тільки на два параметри — ВВП-розрив та інфляцію, то підвищення згаданої кореляції і є підтвердженням того, що саме внутрішні фактори визначають характер поведінки органів грошової влади.

Зазначимо, що дані процеси кореспондують з виявленою Р.Барро та Х.Сала-і-Мартіном відсутністю щільного зв'язку між динамікою світових процентних ставок та станом світових заощаджень та інвестицій. Згідно логіки даних економістів формування процентних ставок зберігає свою обумовленість внутрішніми факторами і детермінанти якісного стану (ступінь інтеграції) світових ринків цьому сприяють, оскільки вони не є інтегровані повною мірою<sup>172</sup>, власне як і у випадку з інтерпретацією парадоксу Філдстайна-Хоріоки, згідно якого національні інвестиції визначаються національними заощадженнями.

Проте, згаданий аналіз проводився на основі виявлення рис поведінки короткострокових процентних ставок. Введення в аналіз довгострокових ставок дозволяє виявити згадані суперечливі процеси у сфері визначення процентних ставок в умовах глобалізації. Як вже зазначалось, принципова важливість довгострокових ставок обумовлюється їх безпосереднім впливом на ділову активність, тоді як їх динаміка визначається короткостроковими ставками, на які впливає центральний банк, і очікуваннями інфляції, на які справляється ним вплив також через короткострокові ставки. На думку японських економістів Х.Сасакі, С.Ямагучі та Т. Хісади глобалізація справляє вплив на вирівнювання саме реальних довгострокових процентних ставок. Вони стверджують: “Аналізуючи динаміку реальних довгострокових ставок у сімох найбільших індустріальних країнах, можна

---

<sup>171</sup> Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 36.

<sup>172</sup> Barro R., Sala-I-Martin H. World Real Interest Rates // NBER Macroeconomics Annual. — 1990. — P. 15-74.

побачити, що вони вирівнюються, починаючи з кінця 1980-х. Якщо цей феномен відображає вирівнювання доходності активів в зв'язку з глобальною інтеграцією фінансових ринків, то ми не можемо відхилити його впливу на монетарну політику. Це тому, що монетарна політика справляє вплив на реальну економічну активність через багато каналів, зокрема, через канал впливу центральних банків з допомогою короткострокових процентних ставок на довгострокові. Якщо внутрішні довгострокові ставки конвергують відповідно до закордонних, то для монетарної політики стає дедалі важче визначати їх динаміку, а відтак її вплив на внутрішню реальну економічну активність послаблюється<sup>173</sup>. Згідно їхніх обрахунків, впродовж 1990-х рр. реальні довгострокові ставки дійсно потрапляють під вплив конвергенційної тенденції (див. табл. 3.9.).

*Таблиця 3.9.*

**Відхилення реальних довгострокових ставок в окремих країнах від середньої решти країн**

	США	Японія	Німеччина	Велика Британія	Франція	Італія	Канада
1973-1979	2,04	4,52	3,04	4,80	1,33	3,63	1,66
1980-1989	1,14	1,65	1,52	1,76	1,42	1,75	1,53
1990-1999	1,00	1,03	0,97	0,84	0,85	2,11	0,99

Джерело: Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. The globalization of financial markets and monetary policy // International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 57.

Як видно з даних табл. 3.9., відхилення покраїнних реальних довгострокових процентних ставок впродовж 1973-1979 рр. від середньої закордоном було значним, порівняно з наступними періодами. З одного боку, це говорить про вищий ступінь орієнтації монетарної політики на забезпечення такої динаміки довгострокових ставок, яка би відповідала цілям внутрішньої економічної політики; з іншого, — про відсутність щільної інтеграції ринків. У наступні періоди коливання реальних довгострокових ставок зближується, що особливо характерно для 1990-1999 рр. Отже, фактор інтеграції ринків починає дійсно справляти вплив на динаміку довгострокових ставок. Зокрема, це впливає з емпіричних досліджень даних авторів. На їхню думку, динаміку довгострокових ставок можна представити

<sup>173</sup> Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. The globalization of financial markets and monetary policy // International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 57-78.

функцією від короткострокових ставок, на які центральний банк має безпосередній вплив, та величини дефіциту/профіциту платіжного балансу, яка визначає ступінь ризику, який приймається інвесторами у країні-експортері капіталу, та ступінь ризику у ній самій з огляду на поведінку інвесторів за кордоном (тобто, ризик, який індукується масштабами зовнішньої нерівноваги, є фактором утворення реальних довгострокових норм процента).

Так, за період 1973-1980 рр. (який згідно даних економістів характеризується прискоренням інфляції) визначальний вплив на реальні довгострокові ставки мали саме внутрішні короткострокові ставки процента. Зокрема, еластичність реакцій перших на зміни других складала 0,748, тоді як фактор платіжного балансу був повністю несуттєвий щодо впливу на величину ставок на ринках капіталу. За період 1981-1986 рр. (відповідно, зниження інфляції) впливовість ставок на грошовому ринку на довгострокові ставки суттєво послаблюється; еластичність реакцій між ними знижується до 0,415, а роль платіжного балансу при формуванні норм проценту на ринках капіталу суттєво зростає. Для періоду 1987-1999 рр. (здійснення політики стабільності цін) коефіцієнт еластичності опускається до 0,340, а значення зовнішньої нерівноваги при визначенні динаміки довгострокових ставок ще більше зростає<sup>174</sup>.

В силу того, що альтернативні дослідження виявляють суттєвість внутрішньо національних детермінант визначення процентних ставок, важливим є з'ясування характеру зв'язку та поведінки коротко- та довгострокових ставок у найбільш розвинутих країнах та у пізнішому періоді (див. табл. 3.10).

*Таблиця 3.10.*

**Динаміка коротко- та довгострокових ставок у розвинутих країнах, 2000-2002 рр.**

	Короткострокові ставки			Довгострокові ставки		
	2000	2002	2004	2000	2002	2004
Канада	5,78	2,61	2,5	5,89	5,29	4,7
США	6,46	1,73	1,5	6,12	5,32	4,3
Австралія	6,18	4,75	5,5	6,26	5,83	5,7
Японія	0,25	0,06	0,0	1,74	1,26	1,5
Корея	7,1	4,8	3,8	8,5	6,5	4,8
Нова Зеландія	6,52	5,67	6,1	6,85	6,53	6,1

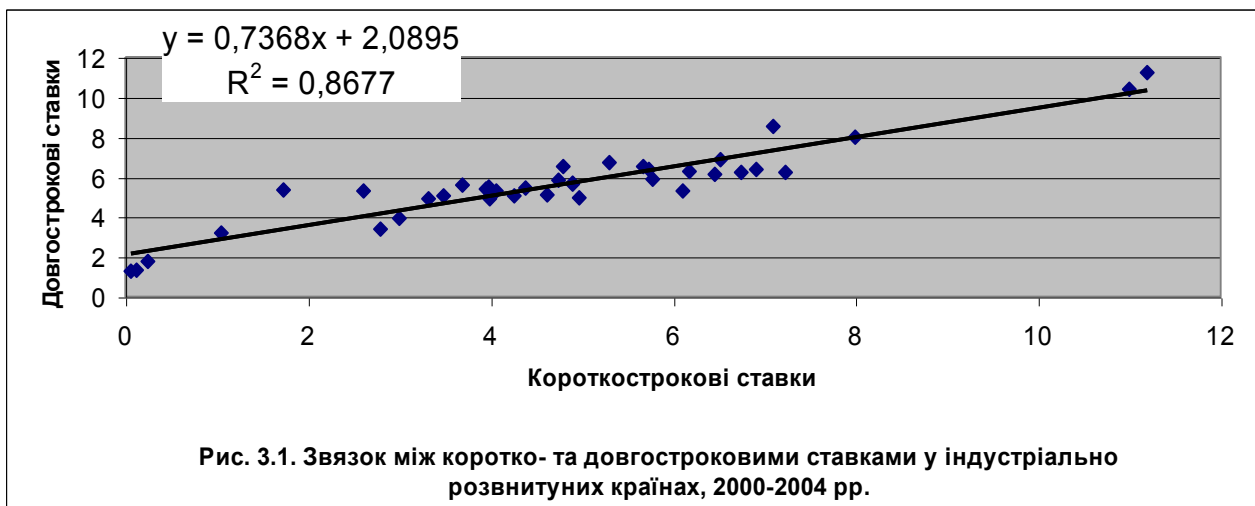
<sup>174</sup> Ibid. — 59-66.

Данія	4,90	3,49	2,1	5,66	5,06	4,3
Ісландія	11,2	8,0	6,2	11,2	8,0	7,5
Норвегія	6,75	6,91	2,0	6,22	6,38	4,5
Швеція	3,95	4,07	2,1	5,37	5,30	4,5
Швейцарія	3,00	1,05	0,5	3,93	3,20	2,8
Велика Британія	6,11	3,99	4,6	5,31	4,91	5,0
Зона євро	4,39	3,32	2,1	5,44	4,92	4,1

Джерело: OECD Economic Outlook. 76 database. — 2004. — Annex Tab. 34-35.

По-перше, як видно з табл. 3.10. динаміка коротко- та довгострокових ставок у найбільш розвинутих країнах світу залишається гомогенною. У відповідь на глобальну рецесію та уповільнення економічного зростання у багатьох провідних країнах світу процентні ставки почали знижуватись. Разом з тим, таке зниження супроводжується триваючим послабленням інфляційного тиску, що можна інтерпретувати як зниження ролі інфляційних очікувань при встановленні ставок на ринках грошей та капіталів. З цього приводу зазначимо, що і уповільнення економічного зростання в світі (у 2000-2203 рр.), і триваюче зниження інфляції має глобальний характер, відповідно, акомодативна реакція процентних ставок є свідченням актуальності глобальних факторів впливу на ситуацію на фінансових ринках. Тобто спільність проблем на мікро-відтворювальному рівні для найбільш розвинутих країн віддзеркалюється у спільності тенденцій щодо динаміки процентних ставок.

По-друге, з точки зору ефективності монетарної політики та в світлі аналізу детермінант впливу на довгострокові ставки, здійсненого Х.Сасакі, С.Ямагучі та Т. Хісадою, важливим є збереження щільного та дуже статистично значимого зв'язку між ставками грошового ринку та ринку капіталів (див. рис. 3.1.).



Як видно з рис. 3.1., для розвинутих країн, представлених у табл. 3.10., зберігається наступна закономірність: короткострокові ставки з високим рівнем статистичної значимості справляють вплив на довгострокові. З одного боку, це суперечить висновкам згаданих японських економістів про тенденцію до послаблення зв'язку між ними, а з іншого, говорить про те, що, незважаючи на глобалізацію фінансових ринків, центральні банки функціонують у середовищі, в якому вплив на внутрішні економічні процеси продовжує зберігатись. Це впливає з виявленого жорсткого зв'язку між ставками ринку грошей, виключно на які можуть впливати органи грошової влади безпосередньо, та ставками ринку капіталів, з якими у тісному зв'язку знаходиться економічна активність, перш за все, інвестиційні процеси, а від так і рівноважні обсяги випуску й споживання.

По-третє, якщо методологічні постулати Сасаки, Ямагучі та Хісади вірні (адже, з одного боку, як видно з даних табл. 3.9., довгострокові ставки дійсно вирівнюються в розрізі розвинутих країн, а з іншого, — статистична значимість їхньої моделі теж висока), то в світлі виявленого зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками слід припустити, що перші в розрізі країн повинні бути більш волатильні, тоді як другі — менш. На наш погляд, це повинно зумовлюватись тим, що ставки грошового ринку знаходяться під щільним контролем з боку центрального банку і пов'язані з його операційними ставками. Отже, реагуючи на шоки грошового ринку, центральний банк буде маніпулювати своїми ставками, а ставки самого ринку будуть і пристосовуватись до операційних процедур органів



грошової влади, і коливатись відповідно до кон'юнктурних та структурних імпульсів. Що ж стосується довгострокових ставок, то ми припускаємо в світлі прийнятого постулату про їх вирівнювання, що вони підпадають під вплив глобальних факторів зниження розсіювання коливань вартості активів, оскільки ринки тяжіють до інтеграції.

Результати, представлені у табл. 3.11. повністю підтверджують наші припущення.

*Таблиця 3.11.*

**Дисперсія коротко- та довгострокових процентних ставок у розвинутих країнах, 2000-2004 рр.**

	Дисперсія:		
	короткострокових ставок	довгострокових ставок	спредів
2000	6,43	4,82	0,60
2001	6,19	4,13	0,67
2002	5,03	2,73	1,13
2003	3,09	1,95	0,97
2004	4,21	2,12	0,87

Як видно з даних табл. 3.11., дисперсія довгострокових ставок перевищує дисперсію короткострокових, тобто перші є менш волатильними, ніж другі. Це, відповідно до наших припущень, означає, що ставки ринку капіталів дійсно знаходяться під вирівнюючим впливом з боку факторів глобальної інтеграції ринків, а ставки ринку грошей більшою мірою реагують на зміни у поточній монетарній політиці. Те, що саме за рахунок політики центральних банків короткострокові ставки є більш волатильними, обумовлюється наступним: ставки грошового ринку повинні бути більш чутливими до переливу капіталів, отже, в умовах інтеграції ринків мають вирівнюватись, тоді як вирівнюються саме довгострокові ставки, а значить динаміка перших меншою мірою індукується екзогенними факторами. Звідси випливає, що ставки грошового ринку продовжують знаходитись під контролем центральних банків, а з огляду на щільний зв'язок з довгостроковими ставками це свідчить про певне збереження ефективності монетарної політики щодо впливу на внутрішні економічні процеси. Зауважимо, що в даному випадку під ефективністю розуміється спроможність контролювати інфляцію, а не здійснювати заходи зі стабілізації ВВП та зниження безробіття, оскільки вони в умовах

глобалізації стають дедалі нейтральними в силу того, що природний рівень завантаження виробничих потужностей більшою мірою визначається глобальним попитом, тоді як інфляційні процеси зберігають обумовленість внутрішнім сукупним попитом, на який можна впливати через процентні ставки.

Разом з тим, дані табл. 3.11. демонструють існування тенденції до потенційного послаблення ефективності монетарної політики. Це випливає з того, що з кожним роком різниця в процентних ставках в розрізі країн знижується, про що свідчить відповідна динаміка показника дисперсії. Більше того, зниження середньоквадратичного відхилення довгострокових ставок суттєво випереджає динаміку аналогічного показника короткострокових, тобто тенденція до вирівнювання перших є сильнішою, що можна ідентифікувати як тривання процесів інтеграції не тільки фінансових, але й товарних ринків. Зазначене підтверджує висловлений японськими економістами та іншими дослідниками песимізм з приводу спроможності центральних банків в умовах глобалізації впливати на внутрішню ситуацію, але не спростовує факту щільної залежності між ставками грошового ринку та ринку капіталів в розрізі країн.

Стосовно динаміки спредів, то їх волатильність зростає, відображаючи, що, незважаючи на вирівнювання коливань процентних ставок в розрізі країн, зниження довгострокових ставок відбувається повільніше, ніж короткострокових. Зазначена тенденція, в цілому, відповідає теоретичним уявленням про природу функціонування фінансових ринків: значення фактору невизначеності (в першу чергу щодо інфляції) зростає когерентно з горизонтом прогнозування. Разом з тим, фінансова інтеграція повинна була би позначатись на симетричній динаміці ставок по інструментах з різною строковістю з огляду на зростання можливостей перестраховування міжчасових ризиків<sup>175</sup>.

Отже, центральні банки дедалі менш спроможні в умовах відкритості та інтеграції ринків справляти вплив на реальну економічну активність з допомогою трансмісії своїх рішень щодо ставок грошового ринку на визначення

---

<sup>175</sup> Більш детальний аналіз впливу на спреди внутрішніх та зовнішніх факторів див.: Козюк В. Процентні ставки та монетарна політика в світлі глобалізації фінансових ринків // Вісник ТАНГУ. — 2004. — №2. — С. 144-152.

довгострокових ставок, оскільки останні формуються під впливом глобальних факторів і, засвідчують тенденцію до конвергенції.

Окрім конвергенції довгострокових ставок в умовах глобалізації та інтеграції ринків формується тенденція до підвищення зв'язку між ставками грошового ринку окремих країн та ставками у провідних країнах. Разом з тим, в даному випадку до останніх можна віднести тільки США та зону євро (зокрема, Німеччину, роль якої у зближенні коливань короткострокових ставок у країнах європейської інтеграції була визначальною). Зрештою, саме з грошовим ринком США пов'язана оцінка ступеня інтеграції світових фінансових ринків, що обумовлюється масштабами американської економіки та її значенням при формуванні впливу на глобальні макроекономічні тренди, повною конвертованістю долара, виконанням ним ролі резервної валюти, диверсифікованістю американського ринку, значним використанням долара у розрахунках між третіми країнами та доларизацією окремих країн чи сегментів світової економіки (наприклад, нафтовий бізнес). Як вже зазначалось у розділі 1., епоха золотого стандарту — першої глобалізаційної хвилі — демонструвала високу залежність процентних ставок у різних країнах. Дослідження сучасних процесів фінансової інтеграції також відображають суттєве підвищення взаємозалежності ситуації на грошових ринках різних країн, що особливо актуально в світлі тих перешкод для корельованості ринків, які існували впродовж доби кейнсіанства, асиметричного за рівнем інфляційного зміщення, переходу до плаваючих валютних курсів та переорієнтації на політику зниження інфляції й підтримання стабільності цін.

Наприклад, Дж.Франкель, С.Шмуклер та Л.Сервен, аналізуючи глобальні процеси трансмісії процентних ставок в світлі взаємообумовленості режиму валютного курсу та характеру монетарної політики, констатують суттєву трансформацію зв'язків між динамікою ставок грошового ринку різних країн та ставкою у США. З одного боку, за період 1970-2000 рр. еластичність реакцій короткострокових ставок у країнах з фіксованим валютним курсом на динаміку американської ставки набагато вища порівняно з країнами, де має місце плаваючий валютний курс, що повністю підтверджує теоретичні висновки про вплив валютно

курсів режиму на характер незалежності монетарного вибору щодо внутрішніх макроекономічних цілей. Окрім цього, для розвинутих країн рівень такої еластичності суттєво вище, порівняно з країнами, що розвиваються, адже останні менш інтегровані у глобальний фінансовий ринок, зокрема через збереження системи валютних обмежень. Але з іншого боку, впродовж 1990-х рр. фактор режиму валютного курсу вже не грає принципової ролі щодо впливу на еластичність зв'язку між ставками грошового ринку різних країн і ставками у США. І фіксовані валютні курси у країнах третього світу і плаваючі — у розвинутих країнах — формують передумови для приблизно однакової залежності від коливань ставки у США. Причому, саме на 1990-ті припадає така трансформація, оскільки впродовж 1970-х та 1980-х рр. режим валютного курсу дозволяв суттєво послаблювати залежність коливання короткострокових ставок і у розвинутих країнах, і у країнах, що розвиваються, від флуктуацій ставок на американському грошовому ринку<sup>176</sup>. Згадані економісти також відзначають посилення ролі євроінтеграційних детермінант корельованості процентних ставок у Старому світі, що можна вважати формуванням певної силової тенденції у сфері волатильності грошових ринків, альтернативних американському. Фахівець ЄЦБ М.Фратцшер конкретизує цю тенденцію, констатуєчи факт формування ситуації, коли в тих чи інших малих економіках процентні ставки корелюються ситуацією у великих країнах, з якими перші мають щільні зв'язки (зокрема пов'язаність ділових циклів)<sup>177</sup>. В подальшому дослідженні М.Фратцшер та М.Ехрман доходять ще більш песимістичного висновку. Еквівалентний розмір економік не завжди є фактором еквівалентного впливу на світові та ставки проценту та процентні ставки в середині таких економік. Це яскраво простежується на прикладі зони євро та США: приблизно однаковий гео економічний потенціал та частка в глобальній економіці все ж таки не є достатніми передумовами для рівнозначної ролі у детермінації процентних ставок. Ставки у США набагато сильніше впливають на ставки по євро, тоді як ставки по

---

<sup>176</sup> Frankel J., Schmukler S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // Bank of Nederland's Conference Papers. — 2002. // [www.dnb.nl/conference/pdf/con5\\_frankel.pdf](http://www.dnb.nl/conference/pdf/con5_frankel.pdf).

<sup>177</sup> Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. — 2002. — №154 // [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

євро зовсім незначно впливають на ставки у США<sup>178</sup>. Звідси можна зробити висновок, що процентні ставки дедалі сильніше визначатимуться не на рівні окремої країни, навіть незалежно від режиму валютного курсу.

З вищесказаного випливають наступні принципові наслідки для монетарної політики в умовах глобалізації:

по-перше, якщо довгострокові ставки вирівнюються в розрізі країн (принаймні найбільш розвинутих), а короткострокові менш схильні до таких тенденцій в силу того, що ринки не повністю інтегровані і феномен домашнього зміщення таки існує, то посилення корельованості динаміки останніх флуктуаціями ставок грошового ринку у США відображає подальше звуження можливостей центральних банків впливати на внутрішні кон'юнктурні збурення з допомогою своїх операцій на грошовому ринку. Таке звуження визначається залежністю між національними та американським ринком, яка формується під впливом глобальної інтеграції у сфері фінансового посередництва. Тобто, якщо послаблення зв'язку між короткостроковими ставками, на які впливає центральний банк, та довгостроковими, які визначають ділову активність і вирівнюються в розрізі країн, погіршує загальну стабілізаційну ефективність монетарної політики, підвищуючи її нейтральність, то корельованість короткострокових ставок зменшує заділ зв'язку між ними, потреба в якому впливає з орієнтації на внутрішні макропріоритети, знижуючи вірогідність їх досягнення безвідносно до екзогенних чинників;

по-друге, інтеграція ринків, свідченням чого є тенденції у сфері динаміки процентних ставок, формує системне середовище для утворення глобальної рівноваги, в якому монетарна політика дедалі більше буде виступати в ролі ендогенного параметру розвитку економічної системи окремої країни, зберігаючи при цьому свою превалюючу орієнтацію на внутрішню рівновагу. Внаслідок цього нейтральність рішень центральних банків буде не тільки посилюватись, але й викривлюватись з огляду на роль країни та її фінансового сектора у координатах глобальної економіки.

---

<sup>178</sup> Ehrman M., Fratzscher M. Equal Size, Equal Role? Interest Rate Interdependence Between the Euro Area and the United States // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2004. — №800. // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

### **3.1.5. Виникнення глобальної рівноваги: нове середовище функціонування центробанків**

З вище здійсненого аналізу випливає, що в умовах глобалізації взаємозалежність монетарної політики визначається не міжнародною валютною системою, а характером функціонування глобальних ринків. Причому, утворення останніх призвело до виникнення глобальної макроекономічної рівноваги, яка вже сама собою справляє вплив на макроекономічну політику окремих країн та відповідні процеси у них, послаблюючи їх обумовленість та каузальність монетарними рішеннями національних органів грошової влади. Глобальну рівновагу можна визначити як ситуацію, коли попит і пропозиція взаємодіють на рівні усієї глобальної економіки, приходячи до рівноважного стану під впливом глобального ринкового саморегулювання. Основною передумовою формування глобальної рівноваги є інтеграція відокремлених ринків, які перетворюються на один єдиний глобальний ринок, що зберігає та відтворює риси, які властиві окремим ринкам — його складовим. Як наслідок, макроекономічні процеси на рівні окремої країни відбуваються в її силовому полі.

Варто відзначити, що вплив глобальної рівноваги на монетарну політику відбувається як за рахунок фіскальних дій урядів, так і за рахунок рішень центральних банків. Важливість врахування впливу бюджетно-податкової політики на монетарну впливає з того, що вона має реальні наслідки для динаміки ВВП, інфляції і процентних ставок. Зокрема, дослідження впливу зростанням автономних бюджетних видатків на 1% щодо ВВП у США призводить до зростання ВВП у самих США на 1,8%, інфляції на 0,4%, процентних ставок на 1,7%, збільшення дефіциту поточного рахунку на 16,5 млрд. дол., при цьому для решти ОЕСР матиме місце наступний ефект: зростання ВВП на 0,7%, інфляції — 0,4%, процентних ставок 0,4%, профіциту поточного рахунку — 8,9 млрд. Збільшення ж автономних бюджетних видатків у решти ОЕСР призведе до збільшення ВВП на 1,4%, інфляції — 0,3%, процентних ставок — 0,6%, дефіциту поточного рахунку — 7,2 млрд. дол., тоді як у США це викличе зміни відповідних показників на 0,5%, 0,2%, 0,5% та 7,9

млрд. дол.<sup>179</sup>. Зауважимо, що негативний вплив на прискорення інфляції та підвищення процентних ставок має фіскальна експансія США, порівняно з аналогічними діями решти розвинутих країн, що відображає еластичність американського попиту на імпорт по фактору зростання урядових видатків.

Інша небезпека для світової економіки випливає з появи глобального ефекту витіснення приватних інвестицій внаслідок боргового фінансування зростання державних видатків. Наприклад, американський економіст Д.Лекстон пише, що “у світі, де досягнута повна інтеграція ринку капіталів, випуск боргових зобов’язань на суму, що має загальносвітове значення, в одній з країн призведе до підвищення реальних процентних ставок та до витіснення приватного капіталу у всьому світі. ... країни з високим рівнем заборгованості несуть загрозу не тільки своїй внутрішній макроекономічній стабільності... але й можуть справляти негативний вплив на решту країн<sup>180</sup>”. Емпіричні дослідження даного феномену також відображають значимість зв’язку між глобальними запозиченнями та процентними ставками. В.Танзі та Д.Фанізза стверджують, що суттєве зростання державної заборгованості у розвинутих країнах впродовж 1970-1994 рр. призвело до підвищення світових процентних ставок на 150 базисних пункти<sup>181</sup>. Дещо відмінне дослідження Р.Форда та Д.Лекстона виявляє, що починаючи з 1980-х рр. зростання державної заборгованості розвинутих країн призвело до підвищення світових процентних ставок від 250 до 450 базисних пункти, безвідносно до того, як на це вплинуло загальне зростання обсягів запозичень через фінансові ринки у світі в цілому. Причому, лібералізація фінансових ринків справила безпосередній вплив на те, що ефект витіснення набув глобального резонансу<sup>182</sup>. До подібних висновків доходять дослідження у МВФ. Згідно них зростання співвідношення чистої заборгованості до ВВП у світі на 20% призводить до підвищення світових реальних процентних ставок на 100 базисних пункти, це, у свою чергу, індукує зменшення вартості світового капіталу на 10,5%, внаслідок чого зниження факторної продуктивності зумовлює

<sup>179</sup> Salvatore D. *International Economics*. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — P. 562.

<sup>180</sup> Лекстон Д. Внешние последствия государственного долга // Спец. Выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. — Вашингтон, 1996. — С. 1.

<sup>181</sup> Tanzi V., Fanizza D. *Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994* // IMF Working Paper. — 1995. — №49. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>182</sup> Ford R., Laxton D. *World Public Debt and Real Interest Rates* // IMF Working Paper. — 1995. — №30. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

зниження світових обсягів виробництва на 3,75%, а світових обсягів споживання на — 2,25%<sup>183</sup>.

З останнього випливає, що внаслідок зростання державного боргу у міжнародній економіці падіння виробництва випереджатиме зниження споживання. Природно, що внаслідок цього баланс заощаджень та інвестицій на рівні окремої країни вийде з рівноваги, а його покриття відбуватиметься за рахунок припливу капіталу з-за кордону. Звідси випливає, що зростання позикової активності у великих економіках позначатиметься на відсмоктуванні ресурсів з решти світу. Особливо небезпечним це є для країн, що розвиваються, оскільки суверенні та приватні ризики на одинцю норми процента у них вищі, ніж у розвинутих країнах, отже підвищення процентних ставок на глобальному рівні відобразатиметься на відпливі капіталу з них у ті країни, де рівень суверенного ризику є нижчим.

Зауважимо, що зростання процентних ставок на міжнародних ринках внаслідок фіскальної експансії справляє негативний вплив на країни третього світу і у інший спосіб. Так, тенденція до підвищення доходності на ринках грошей та капіталів у розвинутих країнах створює ситуацію, коли інвестори втрачають чіткі орієнтири розмежування суверенних ризиків в розрізі країн (в світлі проблеми асиметрії інформації), екстраполюючи зростання процентних ставок у них на решту світу. Як наслідок позичальники з решти світу стикаються з проблемою явно завищених процентних ставок, які не відображають зв'язок між фундаментальними факторами макроекономічної стабільності і суверенним ризиком, через що їх мотивація здійснювати запозичення послаблюється, а вигоди від глобалізації фінансових ринків, які би мали дозволити більше ефективно здійснювати міжчасове згладжування споживання та інвестицій, розсіюються. При цьому, асиметричне положення розвинутих країн, порівняно з рештою світу, також зумовлюється ефектом резервної валюти, оскільки їхня фіскальна експансія завжди буде меншою мірою впливати на зростання їх внутрішніх процентних ставок через існування значного зовнішнього попиту на їх національні інструменти державного боргу,

---

<sup>183</sup> World Economic Outlook. — IMF, Wash, 1997. — P. 86-70.



який, зокрема, формується закордонними центральними банками, що здійснюють у них розміщення своїх міжнародних активів.

Окрім цього, негативний вплив на процентні ставки може справляти і монетарна політика розвинутих країн. Наприклад, прецеденти цього вже існували, яскравим свідченням чого є вплив рестриктивної політики ФРС 1979-1982 рр. на стан зовнішньої заборгованості країн третього світу. Так, відомий російський економіст-міжнародник В.Кузнецов прямо вказує на зв'язок між політикою центрального банку США та ескалацією кризи міжнародної ліквідності: “Криза платоспроможності країн, що розвиваються, як головна складова світової кредитної кризи в умовах політики “дорогих грошей” у США почала переростати у хронічну та незворотну, що у свою чергу створило загрозу краху банківських систем... країн-кредиторів і найсерйознішим чином відбилась на усіх структурних компонентах ямайської валютної системи”<sup>184</sup>. Відплив капіталів з міжнародних ринків, спричинений підтриманням високих процентних ставок та завищеного валютного курсу у США, зокрема, для залучення прямих інвестицій для фінансування економічного зростання та покриття наростаючого дефіциту платіжного балансу, суттєво збільшив виплати країн третього в рахунок обслуговування зовнішніх боргів. Так, Л.Федякіна стверджує, що впродовж 1973-1983 рр. ці платежі зросли з 16 до 96 млрд. дол. США<sup>185</sup>.

До того ж, кореляція ставок (про що ми говорили вище) ставить центральні банки різних країн у відмінне становище, що тільки посилюється утворенням глобальної рівноваги, на яку розвинуті країни можуть впливати більшою мірою, ніж ті, що розвиваються. Тобто, факт кореляції передбачає звуження можливостей впливу на внутрішню кон'юнктуру безвідносно до екзогенних шоків, а відмінності в реакції фінансових ринків на коливання таких ставок у різних за значенням у світовій економіці країнах знову таки більше негативно відображаються на країнах третього світу, порівняно з розвинутими. Наприклад, В.Арора та М.Керісола стверджують, що монетарна політика ФРС справляє істотний вплив на спреди між

---

<sup>184</sup> Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового кризиса». — М.: Финансы и статистика, 1990. — С. 5.

<sup>185</sup> Федякина Л. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998. — С. 72.

ставками країн з ринками, що виникають, та ставками американського грошового ринку. Незважаючи на те, що специфічні покраїнні фактори зберігають свою актуальність при визначенні величини суверенного ризику, зазначені спреди все одно формуються під впливом процентної динаміки у США (зростання ставок тягне за собою підвищення спредів), оскільки ринки в цілому корельовані<sup>186</sup>.

Іншим аспектом прояву глобальної рівноваги, що має принципове значення для монетарної політики, є виникнення залежності між динамікою доларової бази та світовими цінами. По-суті, в даному випадку мова йде про те, що інтеграція ринків створює передумови для того, що релевантність припущень кількісної теорії грошей, елімінуючись на національному рівні, переходить на глобальний рівень. Існування такого зв'язку обумовлюється трансмісією в обсягах пропозиції резервних активів, в першу чергу у США, долар яких наразі є найбільш затребуваною валютою для формування авуарів та міжнародних розрахунків. Зростання доларової пропозиції, зокрема в наслідок фінансування значного зовнішнього дисбалансу США, призводить до зростання обсягів зовнішніх резервів в цілому по світу, відповідно збільшуючи покриття національної грошової бази, і тим самим створюючи передумови для внутрішньої монетарної експансії. (Альтернативно, зростання внутрішньої грошової пропозиції на рівні окремої країни може зумовлюватись збільшенням пропозиції доларів на світових ринках за рахунок намагання не допустити, як у часи Бреттон-вудської системи, ревальвації національної грошової одиниці.) Так, дослідження Л.Лермена та Дж.Мюллера виявляють, що динаміка “світової доларової бази”, яка складається з доларової готівки та доларових резервів усього світу, корелює з динамікою цін на продукти харчування та енергоносії з лагом у 2 роки<sup>187</sup>.

Звідси випливає, по-перше, що контроль над інфляцією на національному рівні вже не може повною мірою відповідати імперативам орієнтації на внутрішньокраїнні фундаментальні процеси, оскільки екзогенно зумовлений тиск глобального попиту, індукованого динамікою “світової доларової бази”, на

---

<sup>186</sup> Arora V., Cerisola M. How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 48. №3. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>187</sup> Детальніше про це див: Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 809-810.

глобальну пропозицію так чи інакше ретранслюватиметься на інфляційні процеси окремих держав, у яких трансмісійний механізм монетарної політики зазнаватиме суттєвої трансформації в напрямку послаблення залежності між ціновими процесами та монетарними змінними. По-друге, різні країни асиметрично пристосовуватимуться до глобально індукованих змін рівнів цін, оскільки в них рівень довіри до центральних банків, структура внутрішнього попиту, секторна структура економіки тощо є відмінними. Це також робить слаборозвинуті країни більш вразливими до зазначеного глобального резонансу монетарної політики у світі, що пов'язано з вищими процентними ставками у них, більш провокативними інфляційними очікуваннями, низькою продуктивністю праці, високим рівнем валютної субституції.

Аналогічні тенденції мають місце і у сфері валютно-курсової політики великих економік. Якщо в них існує яскраво виражена тенденція до орієнтації на пріоритет внутрішньої рівноваги, що впливає як з виявленої трансформації функції реакцій центральних банків, так і з посилення нейтральності монетарної політики, то коливання валютних курсів дедалі меншою мірою визначають характер поведінки органів грошової влади. Окрім цього, нарощування обсягів інтрасекторної торгівлі між розвинутими країнами відображає посилення ролі нецінової конкуренції у бізнес-стратегіях багатьох світових фірм. Відтак, штучні флуктуації валютного курсу вже не можуть справляти істотного позитивного впливу на довгострокову рівновагу у таких економіках. Так само цільові зміни валютних паритетів дедалі більше будуть нейтральними у довгостроковому періоді для великих економік. Отже, подальше послаблення контролю за динамікою валютних курсів у розвинутих країнах потенційно збільшуватиме амплітуду їх коливань щодо валют третіх країн. Природно, що це для них буде мати більш негативні наслідки, ніж для розвинутих, оскільки в багатьох випадках їм властива орієнтації на валютний курс як на ціновий якір, їхній експорт менш диверсифікований, торгівельна відкритість може бути значною, залежність від капіталомісткого імпорту — високою, зовнішні боргові зобов'язання деноміновані у валюту провідних країн, а наявність кореляції між процентними ставками, зокрема щодо

ставки у США, потенційно знижує ефективність цільового управління валютним курсом.

Отже, ми аналізували вплив відкритості на монетарну політику на прикладі найбільш розвинутих країн, що входять в ОЕСР, розглядаючи його як модельний, з огляду на їх більш істотну втягнутість у процеси глобалізації. Але формування глобальної рівноваги та виявлений відмінний вплив пристосування до неї в розрізі розвинутих країн та країн третього світу відображає істотну диференціацію впливу глобалізації на макроекономічну політику у них. Табл. 3.12. ілюструє характер впливу наслідків макроекономічної політики у великих економіках для малих в світлі функціонування механізму глобальної рівноваги.

Таблиця 3.12.

**Вплив макрополітики у великих економіках на фіскальну та монетарну політику у країнах третього світу**

Зміни у макрополітиці великих країн	Прояв в світлі функціонування механізму глобальної рівноваги	Наслідки для фіскальної політики країн третього світу	Наслідки для монетарної політики країн третього світу	Загальний ефект
Фіскальна експансія	Зростання світових процентних ставок, підвищення курсу провідних валют (ефект подвійних дефіцитів), підвищення надбавок за ризик для решти світу.	Зовнішні запозичення стають більш дорогими через підвищення світових ставок та надбавок за ризик, а внутрішні — через корельованість ставок. Міжчасове згладжування суттєво ускладнюється. Витрати на обслуговування та погашення зовнішніх зобов'язань зростають.	Екзогенний підвищувальний тиск на процентні ставки автоматично робить монетарну політику більш рестриктивною незалежно від її адекватності щодо внутрішнього ділового циклу. Труднощі фіскального характеру можуть спонукати до послаблення монетарного курсу та створення інфляційних стимулів для економіки. Погіршення платіжного балансу внаслідок боргової дії фактору може похитнути довіру до курсової політики.	Негативний.
Фіскальна рестрикція	Зниження світових процентних ставок, покращення платіжного балансу провідних країн внаслідок зниження внутрішнього попиту.	Формуються сприятливі наслідки для боргової політики з огляду на зниження процентних ставок. Але зниження попиту у провідних країнах може послабити фіскальний баланс через уповільнення росту ВВП та зменшення експортних надходжень, що також може позначитись на погіршенні платіжного балансу.	Зниження зовнішніх ставок може послабити тиск на центральні банки в напрямку створення монетарних стимулів для економічного зростання (зокрема через покращення можливостей боргового згладжування споживання та інвестицій). Але ймовірно погіршення платіжного балансу може вимагати рестриктивних заходів з метою захисту валютного курсу. Може постати проблеми вибору між ціновою стабільністю та девальвацією, індукованою потребою створення цінових стимулів для експорту.	Невизначений
Монетарна	Зростання світової	Зниження ставок — як в	Зниження ставок — як у	Невизначений

експансія	грошової маси, зниження процентних ставок.	попередньому випадку. Монетарна експансія, в загальному, може створювати стимули для збільшення внутрішнього попиту і погіршення платіжного балансу у великих економіках, через що вплив на фіскальний баланс країн третього світу може бути позитивний. Але підвищення нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації скоріше не буде справляти суттєвого ефекту на реальні зміни.	попередньому випадку. Зростання світової грошової маси може створити екзогенний тиск на цінову динаміку країн третього світу, що особливо важливо, оскільки найтісніше з нею пов'язані ціни на продовольство та енергоносії. Як наслідок, контроль за внутрішньою інфляцією потребуватиме додаткових рестриктивних кроків, які можуть йти врозріз з фазою ділового циклу.	
Монетарна рестрикція	Підвищення світових процентних ставок, ревальвація провідних валют.	Як в першому випадку.	Як в першому випадку.	Негативний.

Вище виявлені трансформації монетарної політики в умовах глобалізації спираються на макроекономічний аналіз, проте не враховують їх інституціональної обумовленості. Важливість останньої впливає з того, що вона, з одного боку, справляє двосторонній вплив на поведінку органів макроекономічної політики, а з іншого, — є зовнішнім проявом іншої важливої тенденції, релевантної глобалізації, а саме — інституціональних змін в системі факторів монетарної політики і їх значення для процесів конвергенції у сфері організації центральних банків.

### **3.2. Інституціональний вимір трансформаційних процесів у монетарній сфері**

Проведений аналіз системних змін у макроекономічному середовищі функціонування центральних банків в умовах глобалізації та виявлена реальність її впливу на фундаментальні параметри монетарних процесів (інфляція, крива Філіпса, бюджетні дефіцити, процентні ставки тощо) дозволяють констатувати глибину трансформаційних процесів у сфері грошово-кредитного регулювання у сучасній міжнародній економіці. Проте, глибина впливу глобалізації, в даному випадку, на монетарну політику також повинна ідентифікуватись у закономірностях та тенденціях інституціональних змін. Це обумовлюється тим, що процес

трансформації інституціональних структур, які багато в чому формуються еволюційно і в багатьох випадках мають формально-легітимізований прояв, потребує достатньо потужних сил, що індукують системні зміни у внутрішній логіці побудови та зовнішнього профілю таких структур. Відповідно, чим інтенсивнішими будуть процеси глобалізації, тим більшою мірою вони повинні втягувати в свою силову орбіту інституціональні трансформації.

Користуючись методологічними розробками щодо дослідження процесу розвитку центральних банків та їх трансформації в умовах глобалізації (параграф 1.2.), зауважимо, що на рівні органів грошової влади такі трансформації опосередковуватимуться двома видами явищ:

по-перше, це реформування легітимного інституціонального каркасу, характер якого буде атрибутивний не тільки внутрішній логіці переходу до сучасного історичного типу центральних банків, але й процесам глобалізації, коли такі зміни є затребуваними. В даному випадку, вони відобразатимуть інституціональну адаптацію до глобалізаційних тенденцій;

по-друге, це пристосування до системних змін у світовому господарстві без суттєвих корекцій формалізованої основи функціонування, що відобразатиме поведінкову адаптацію, коли зміни характеру монетарної політики за логікою свого прояву випереджатимуть інституціональні пристосування, або обходитимуться без них.

Зазначимо, що актуальність того чи іншого виду багато в чому визначається характером організації політичної системи (зокрема в світлі того, що інституціональні зміни у монетарній сфері неминуче кореспондують з проблемою рівноваги на політичних ринках, в силу їх зав'язаності на дистрибутивно-алокатійний вибір активних суспільних груп), ступенем відкритості національної економіки міжнародним торгівельним та фінансовим потокам, змістом геоекономічної орієнтації країни. Але, з огляду на те, що зміни формальних інституціональних основ монетарної політики, отже її макроекономічного вектору, потребує набагато більше зусиль, ніж адаптація до глобалізації на поведінковому рівні, можна стверджувати, що саме перше відобразатиме глибину впливу

глобалізаційних процесів на економіку країни, внаслідок чого формується підґрунтя для затребуваних суспільним вибором легітимізованих змін.

Слід відзначити, що обидва види явищ трансформації центральних банків також повинні розглядатись як конвергенційний прояв глобалізації. Тобто системні зміни у макроекономічному середовищі функціонування центральних банків та потреба в інституціональній адаптації (формальній чи неформальній) до них відображатимуть прямий вплив глобалізації на органи грошової влади, який можна назвати її первинним ефектом. Вторинним ефектом в даному випадку буде пристосування до такого впливу, і єдина змістова конфігурація глобалізаційного впливу на різні країни, передбачаючи своєрідну стереотипізовану адаптивну реакцію, забезпечуватиме матеріальні передумови для конвергенційних процесів. Отже, тенденція до конвергенції у сфері інституціональної організації центральних банків також буде релевантна явищу глобалізації, як і її вплив на системні зміни макроекономічних процесів у сучасній міжнародній економіці.

Що стосується самих інституціональних факторів монетарної політики, то до них можна віднести:

- основне завдання центральних банків;
- характер їх незалежності;
- правила фіскальної політики;
- характер функціонування ринків праці.

Зауважимо, що перших два фактори знаходяться між собою і дихотомічному зв'язку (як це показано у параграфі 1.2.), оскільки є фундаментальними елементами системи центрального банку в світлі визначення його історичного типу. Тобто, незалежність органів грошової влади буде функціональною передумовою ефективного виконання поставленого завдання, або реалізації делегованого мандату, а саме завдання (мандат) є верифікаційною формою самої незалежності, хоча виконує ряд дещо інших принципових функцій в світлі інституціонального оформлення цільових установок макроекономічної політики.

З останнього випливає, що зміна мандатів центральних банків є інституціональним відображенням трансформації монетарної політики зокрема, і

макроекономічного механізму держави в цілому, хоча вона відбувається під егідою реформування їх статусу, що кодифікується інтегральним принципом незалежності, який безпосередньо задається інституціональними параметрами.

Процес макроекономічної, а згодом інституціональної адаптації до глобалізаційних процесів став відображенням сформованої тенденції трансформації ролі держави в економіці. Так, редакція визначальних підойм кейнсіанського макрорегулятивного механізму з його орієнтацією на вирівнювання ділового циклу та стимулювання попиту окреслила напрямок його реформування. Але, подальші зміни були радикалізовані посиленням неоліберальних витоків процесу трансформації засад державної участі в економіці на початках 1980-х рр., що розглядались в загальному контексті послаблення естатичного навантаження на ринкові процеси та боротьби з інфляційним зміщенням. Власне, усвідомлення неспроможності вирішувати проблему підвищення природного рівня ВВП та зайнятості з допомогою монетарних стимулів та негативні наслідки інфляції заклали фундаментальний тренд в напрямку підвищення відповідальності центральних банків за грошову стабільність. Відповідно, послаблення ролі органів грошової влади у засадничих процесах визначення траєкторій економічного зростання цілком співвідноситься з посиленням орієнтації господарського розвитку на зовнішньоекономічні зв'язки. Прояв функціонального змісту вибору в системі “трилеми” в даному випадку відображає діяльнісний вектор участі центральних банків у зміні фундаментальних засад державного втручання в економіку, що створило базові передумови для розвитку другої хвилі глобалізації, тоді як трансформації їх макроекономічного середовища під впливом самої глобалізації викликали до життя потребу у відповідних адаптивних кроках. Проте, загальний зміст останніх тільки конкретизує утвержену тенденцію до зниження статусу державного втручання у макроекономічні процеси, тим самим створюючи підґрунтя для відтворення базових засад орієнтації на домінування ринкового саморегулювання, що кристалізується на площинах глобалізації.

Така ситуація формує своєрідну двоєдиність процесів редакції механізму макроекономічного регулювання (з відповідним підвищенням орієнтації



економічного розвитку на фактори світогосподарських зв'язків) та адаптацію до глобальних процесів, які утворюють динамічний модус сучасних трансформаційних процесів. Проте фактор глобалізації повинен розглядатись як самодостатня їх детермінуюча сила, що особливо рельєфно простежується на рівні функціонування центральних банків та їх інституціонального забезпечення. Постановка даного питання впливає, по-перше, з того, що еволюцію органів грошової влади можна розглядати як самодостатній факт, а по-друге з того, що багато дослідників розставляють акценти на внутрішньо-макроекономічних чинниках при інтерпретації теперішніх інституціональних змін у монетарній сфері. Власне, такий ракурс робить неповною матрицю детермінант, що обумовили відповідні макроекономічні зміни, реакція на які затребувала відповідної інституціональної адаптації.

Так, інституціональний вираз участі центральних банків у системі макроекономічного регулювання проявляється на рівні їх мандату та незалежності, тобто вони, в даному випадку, є факторами монетарної політики. Відповідно, намічений за часів панування монетаризму тренд до підвищення автономії органів грошової влади з метою забезпечення стабільності у сфері грошової пропозиції (що вписується у більш загальні процеси неоліберального реформування державної активності) створив підґрунтя для впровадження елементів сучасного історичного типу центрального банку, в якому домінуючими рисами є забезпечення цінової стабільності та високий рівень незалежності, але вийшов на якісно новий рівень саме завдяки процесам глобалізації. Наприклад, віце-президент ЄЦБ К.Ноєр стверджує: “З позиції сьогодення, підтримання цінової стабільності виглядає як найбільш природне завдання центральних банків. Аналізуючи повоєнні роки, можна виявити, що це завдання не завжди ставилось перед центральними банками, тим більше — не завжди досягалось. У цьому розумінні, досвід 1970-х та першої половини 1980-х дозволив чітко окреслити наступних три принципи: перший — інфляція є яскраво вираженою перешкодою для стабільного економічного зростання; другий — центральні банки не в стані виконувати декілька різних, потенційно взаємо заперечних завдань; третій — їхня незалежність є сутнісною необхідністю для захисту довгострокових цілей, що полягають у забезпеченні

стабільності цін на товари”<sup>188</sup>. У даному ствердженні, яке повністю відображає домінуючий напрям перетворень у сфері функціонування центральних банків, робиться наголос на тих макроекономічних детермінантах змін, які релевантні рівню національної економіки. Але, як показано у параграфі 3.1., такі зміни відбуваються у своєму системному зв’язку з процесами глобалізації, отже і інституціональні зміни у сфері функціонування органів грошової влади не просто супроводжуються їх актуалізацією, а знаходяться у каузальних зв’язках з ними.

Відповідно, трансформація основного завдання центральних банків є безпосереднім наслідком глобалізації і є відображенням принципів інституціональних змін у середовищі проведення монетарної політики. Наприклад, П. де Ліма, А. де Серрес та М.Кеннеді констатують: “Починаючи з раних 1990-х, відбулись суттєві зміни в інституціональних структурах центральних банків, так само як і у сфері проведення монетарної політики... Генеральною рисою зазначених змін є запровадження системи, в якій забезпечення стабільності цін є головним завданням центральних банків”<sup>189</sup>. Те, що зміна основного завдання центральних банків впливає з процесів глобалізації простежується, виходячи з наступного:

переорієнтація побудови матриці засад і принципів макроекономічного регулювання на неоліберальні цінності вимагала підвищення ролі ринкових чинників економічного зростання, зокрема за рахунок їх резонансної каталізації в умовах нарощування процесів інтернаціоналізації, коли господарський розвиток окремої країни дедалі відчутніше визначається її включенням у міжнародну економіку. Це передбачало послаблення ролі монетарних стимулів сукупного попиту для виведення економіки на рівноважний рівень, а необхідність забезпечення мобільності міжнародних капіталів на тлі здійсненого переходу до плаваючих валютних курсів та збереження орієнтації органів грошової влади на внутрішню рівновагу актуалізували потребу у інституціональному закріпленні нового позиціонування центральних банків в системі макроекономічного

---

<sup>188</sup> Noyer C. The euro in 2000: principal features of the ECB’s monetary policy // [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

<sup>189</sup> Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 14.

регулювання, що втілювалось у делегуванні їм мандату на здійснення політики стабільності цін;

неоліберальна модифікація векторів монетарної політики, реалізована під егідою монетаризму, забезпечила системні зміни в середовищі імплементації грошово-кредитного регулювання. Внаслідок таких реформ (як видно з параграфу 2.1.) відбулось становлення монетаристського історичного типу центральних банків, однак не відбулось суттєвих змін у сфері інституціонального каркасу органів грошової влади. Більше того, монетаристські та сучасні інновації в системі функціонування центральних банків подібні за кінцевим несприйняттям інфляційного зміщення, але інституціональні зміни (в даному випадку ми не торкаємося проблеми змін у технології реалізації монетарної політики) відбулися тільки за умов, коли процеси глобалізації остаточно змінили макроекономічний ландшафт світового господарства та структуру зв'язків між фундаментальними макрозмінними на рівні окремої країни;

монетарна політика стає дедалі більше нейтральною, а триваюче підвищення відкритості національних економік міжнародним потокам товарів та капіталів тільки посилює цей процес (див. параграф 3.1.). Окрім цього, фактор відкритості підвищує ризик макроекономічних втрат від інфляції, потреба в боротьбі з якою вже не може спиратись виключно на відповідні преференції розробників монетарної політики чи політичних груп, які делегують їм повноваження на це, а повинна відображати легітимні зміни на формальному рівні інституціонального оформлення процесу функціонування центральних банків, тобто зміну їх мандатів. Більше того, підвищення вразливості національних економік до ситуацій на фінансових ринках, що глобалізуються, сприймається у контексті впливу макроекономічної стабільності в країні на бізнес-рішення глобальних фінансових гравців. Стабільність цін в такій ситуації ідентифікується як реальний емпіричний індикатор оцінки ринками макростратегії країни, що позначатиметься на трендах тих величин (процентні ставки, валютні курси, процентні диференціали тощо), які є безпосередніми критеріями прийняття фінансових рішень міжнародними інвесторами;

легітимізація інституціональних змін щодо делегування центральним банкам мандату на забезпечення стабільності цін є принциповим елементом утвердження остовів міжнародного валютного устрою, заснованого на плаваючих валютних курсах. Якщо його (устрою) функціонування визначається зовнішніми домовленостями учасників, то визначення головного завдання органів грошової влади на основі національного законодавства передбачає формування нової системи координат для юститабельного форматування міжнародної валютної системи. В даному випадку, сам факт наділення центральних банків відповідальністю за дотриманням цінової стабільності в країні передбачає, що: по-перше, система плаваючих валютних курсів легітимізується на рівні формальних параметрів, що визначають поведінку центральних банків, отже їхні монетарні зобов'язання, що впливають з участі у міжнародній валютній системі, повинні *a priori* кореспондувати з мандатом (фіксовані курси в такій ситуації можуть розглядатись тільки як елемент реалізації мандату, а не як принциповий елемент валютної системи); по-друге, прив'язка грошової пропозиції до того чи іншого активу буде можлива тільки за умов, що це відповідатиме інституціонально закріпленому примату цінової стабільності в основі поведінки центрального банку; по-третє, на еволюцію міжнародної валютної системи накладаються обмеження у вигляді необхідності додержання принципів її функціонування у відповідності з легітимними рестрикціями, накладеними на поведінку національних монетарних органів і які остаточно утверджують принцип домінування їх орієнтації на необхідність забезпечення внутрішньої рівноваги. Реалізація цього принципу у різних формах, починаючи з епохи золотого стандарту, тісно пов'язана, як вже зазначалось, з детермінантами глобалізаційних процесів.

На емпіричному рівні це підтверджується тим, що центральні банки практично усіх країн ОЕСР виконують мандат на забезпечення стабільності цін. Причому, такі зміни активно відбуваються когерентно з розвитком глобалізації. Так, зміна мандату в напрямку забезпечення цінової стабільності розпочалась з Франції, де у 1993 р. було радикально змінено інституціональні основи функціонування Банку Франції. Подібні процеси відбулись у Мексиці (1994 р.), у Новій Зеландії

(1996 р.), в Австралії, Великій Британії та Польщі (1997 р.), Швеції, Японії та Південній Кореї (1998 р.), Швейцарії (2000 р.), Туреччині, Словаччині та Угорщині (2001 р.), Чехії (2002 р.). Більше того, заснування Європейського центрального банку у 1998 р. також передбачає, що його основним завданням є забезпечення стабільності цін у єврозоні, що автоматично поширюється і на тих учасників проекту спільної європейської валюти, центральні банки яких не зазнали яскраво виражених інституціональних новацій. Окремо зазначимо, що інституціонального реформування мандату органів грошової влади не відбулося у таких лідерах економічного розвитку як Німеччина та США. Така ситуація обумовлюється тим, що для першої був властивий високий рівень незалежності Бундесбанку з його мандатом на забезпечення стабільності національної грошової одиниці, визначеним ще у 1959 р., а для других тим, що реформування ФРС під впливом монетаристської апологетики відбулося ще у 1978 р., внаслідок чого Система реалізовує так званий дуальний мандат (забезпечення цінової стабільності за досягнення максимальної зайнятості), в якому необхідність досягнення грошової стабільності є першим завданням.

Тенденції інституціонального реформування мандату центральних банків також характерні і для країн Латинської Америки. З одного боку, перша хвиля реформ органів грошової влади відображає широкомасштабні заходи з реалізації програм з макроекономічної стабілізації та структурної адаптації. Проте, дані процеси скоріше відображали реакцію на необхідність приборкання гіперінфляції та циклічних змін макростабілізації та інфляційного вибуху. В більшості випадків вдалося досягнути суттєвого прогресу у реформуванні операційного каркасу монетарної політики, зокрема з допомогою впровадження монетаристських схем технології поведінки центрального банку на грошовому ринку. Але у Чилі відбулися навіть внесення поправок у Конституцію (у 1980 р.), що гарантували національному монетарному органу вищий рівень незалежності.

З іншого боку, інституціональні зміни у монетарній сфері в даному регіоні напряму пов'язуються з посиленням впливу фінансової інтеграції на необхідність забезпечення макроекономічної стабільності. Так, досліджуючи зв'язок між рівнем

незалежності органів грошової влади у даній групі країн та інфляційними процесами, Л.Жакоме констатує: “Сьогодні у переважній більшості країн Латинської Америки інфляція знизилась до однозначного рівня, але повинна бути знижена до інтернаціонального рівня. Однак, оточення в якому антиінфляційні зусилля повинні бути вжиті стало більш комплексним, переважно завдяки тому, що більшість країн регіону стала більш інтегрована з міжнародними ринками капіталів, які посилюють вразливість таких країн до їх волатильності”<sup>190</sup>.

Так, з кінця 1980-х та впродовж 1990-х рр. інституціональні підйоми функціонування центральних банків у країнах Латинської Америки суттєво змінились. По-перше, такі зміни пов’язані з тим, що в окремих випадках застереження щодо антиінфляційного мандату були імплементовані на конституційному рівні (це найбільш характерно для Колумбії, Еквадору, Гватемали, Гондурасу, Мексики, Нікарагуа, Парагваю, Перу), а в окремих — на конституційному рівні легітимізувалась політична чи економічна незалежність центральних банків (наприклад, Конституція Бразилії, Чилі та Гватемали має прямі застереження щодо заборон на кредитування уряду)<sup>191</sup>. Внесення конституційних поправок щодо підвищення статусу монетарних органів та створення рамкових умов для проведення антиінфляційної політики є яскравим відображенням того, наскільки необхідність забезпечення макроекономічної стійкості, асоційованої та пов’язаної з ціновою стабільністю є важливою в умовах інтеграції ринків, що виникають, у глобальні господарські процеси.

По-друге, інституціональні зміни ґрунтувались на докорінній модернізації законодавства про центральні банки, внаслідок чого їх мандат не передбачає проведення політики, заснованої на засадах дівелопменталізму (за виключенням Венесуели та Гватемали), властивого монетарним заходам впродовж 1950-1970-х рр., і які призвели до інфляції та уповільнення економічного зростання (див. параграф 2.1.). Зокрема, забезпечення стабільності цін є головним завданням органів грошової влади в таких країнах як Болівія, Колумбія, Парагвай, а у решти мандат

---

<sup>190</sup> Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212. — P. 4.

<sup>191</sup> Gutierrez E. Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence From Latin America and Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/53. — P. 15-16.

передбачає забезпечення грошової, монетарної стабільності чи стабільності купівельної спроможності національної валюти (подекуди із необхідністю підтримувати стабільність фінансової чи платіжної системи). Така трансформація основного завдання центральних банків країн даного регіону сформувала нові інституціональні рамкові умови для включення монетарних заходів у механізм макроекономічної політики, на формальному рівні закріпивши перехід від прямої участі зазначених органів в заходах по сприянню розвитку, його підтримки з допомогою застосування адміністративно-селективного інструментарію, до загальновизнаної практики (властивої розвинутим країнам) створення монетарних передумов для стабільного розвитку економіки на основі ринкового алокаційного механізму, роль якого в умовах глобалізації тільки посилюється.

Інституціональні трансформації у сфері основного завдання центральних банків не можуть не відображати більш глибокої тенденції, пов'язаної з процесом підвищення їх незалежності. Тобто, наділення їх більш високим рівнем автономії є інструментальним елементом ефективного реалізації антиінфляційного мандату, без чого такі позитивні зрушення не були би закріплені на операційному рівні. З іншого боку, підвищення незалежного статусу органів грошової влади інституціоналізує увесь спектр їх функціонування, як щодо їх загальної участі в системі макроекономічного регулювання (що виражається через мандат), автономії в процесі формулювання політики та її незаангажованості політико-кон'юнктурними обставинами фіскального чи дистрибутивного характеру (відповідно, — через політичну незалежність), так і щодо свободи вибору монетарних інструментів та права на їх зміну, унеможливлення підтримання м'яких бюджетних обмежень уряду за рахунок емісійної активності чи за рахунок участі на первинному ринку державного боргу тощо (економічну незалежність). Відповідно, одних змін у сфері формального закріплення антиінфляційного призначення центральних банків недостатньо для створення цілісних інституціональних параметрів монетарної політики, які і визначають характер поведінки органів грошової влади у політичному, макроекономічному та міжнародному зрізі їх діяльності.

Попри те, що тенденція до посилення незалежності центральних банків у світі відображає загальне підвищення рівня відрази до інфляційного зміщення політики і може розглядатись як така, що індукується відповідними преференціями на внутрішньому чи національному рівні, вона має яскраво виражену глобалізаційну обумовленість. Тобто глобалізація привносить самодостатній компонент в необхідність підвищення незалежності центральних банків. В даному випадку, проблема полягає в тому, що широкі емпіричні дослідження та досвід функціонування монетарних інституцій доводить релевантність залежності між статусом центральних банків та інфляцією. З огляду на те, що, як показано у параграфі 3.1., в умовах глобалізації тенденція до інфляційного зміщення послаблюється, відкритість формує природні передумови для зниження інфляції, а макроекономічна привабливість останньої різко падає, проблема незалежності центральних банків може вважатись неактуальною. Однак на практиці ситуація є кардинально протилежною.

Можна виділити наступні фактори, що актуалізують необхідність забезпечення незалежності центральних банків в умовах глобалізації, спираючись на побудову відповідного інституціонального каркасу.

По-перше, це фактори, пов'язані з каузальністю зв'язків між статусом органів грошової влади та динамікою інфляційних процесів. І згідно моделей Ромера та Лейна, і згідно більш широкого концепту конкуренції розташування глобалізація справляє позитивний вплив на приборкання інфляції через негативні наслідки цінових флуктуацій для зростання добробуту за високої мобільності капіталу. Звідси може постати питання про безвідносність статусу монетарних органів щодо характеру інфляційних трендів, адже вони в умовах глобалізації мають знижувальний напрям в силу її дисциплінуючого впливу на національні макроекономічні органи (тобто не тільки на центральний банк). Тобто, оскільки в умовах глобалізації і уряд зацікавлений у проведенні політики стабільності цін, то це, модифікуючи механізм макроекономічної координації, робить вектор на підтримання цінової стабільності самозрозумілим не тільки для центрального банку, але й для уряду, що представляє певну політичну коаліцію. Однак саме це є



викликом сучасним центральним банкам, оскільки можна виділити детермінанти, що штовхатимуть монетарні органи до протилежної поведінки.

Отже, по-друге, це фактори, які визначають потенційну вірогідність (або навіть затребуваність) м'якої монетарної політики, всупереч з її неефективністю в умовах глобалізації. Такі фактори можна сформуувати у три великих групи:

ті, які впливають з потреби забезпечення конкуренції розташування;

ті, які стосуються оцінки монетарними органами власних макроекономічних можливостей;

ті, які впливають зі структурних детермінант м'якої макроекономічної політики.

Що стосується першої групи, то можна стверджувати:

а) фіскальна політика в умовах глобалізації стає дедалі більш нейтральною. Можливості запровадження нових податків для здійснення фінансування структурних програм звужуються з огляду на конкуренцію між країнами та регіонами за приваблення капіталів. Що стосується дефіцитного фінансування міжчасового згладжування, то його ефективність хоч і підвищується в умовах глобалізації, наприклад, з огляду на конвергенцію процентних ставок на міжнародних ринках та доступ до закордонних джерел заощаджень, воно може розцінюватись інвесторами як негативний чинник довгострокового зростання, враховуючи те, що макроекономічна вразливість країни підвищується. Відповідно, здійснення контрциклічних заходів чи активістської політики, вмотивованої іншими, аніж циклічні, міркуваннями суттєво ускладнюється з причини неспроможності з допомогою фіскальних регуляторів суттєво збільшити сукупний попит навіть у середньостроковій перспективі, а термін, впродовж якого стимули росту сукупного попиту будуть дієвими, скорочуватиметься мірою підвищення мобільності капіталів;

б) необхідність забезпечення конкуренції країни за приваблення інвестицій актуалізує питання про якість виробничих факторів та інфраструктури. Нові виробництва, стаючи дедалі наукомісткими, вимагають високої кваліфікації населення, розвитку інформаційних систем та телекомунікацій. Інфраструктурні

аспекти мотивації до інвестицій також є важливими з огляду на здійснення бізнесу у масштабах, які виходять за межі одного локалізованого ринку, що вимагає широкого набору якісних комунікаційних мереж. Однак, бюджетні ресурси є обмеженими з огляду на підвищення нейтральності фіскальної політики, що може спонукати уряди вдаватись до тиску на центральний банк з метою фінансування невідкладних видатків на освіту чи інфраструктуру з допомогою емісії. До даної групи проблем фіскальної політики можна віднести також обмежену ефективність перерозподільчих заходів. З одного боку, розвиток глобалізації та науково-технологічних інноваційних процесів сприяє зростанню добробуту, однак це і посилює розшарування у суспільстві, що вимагатиме від урядів реагувати на це підвищенням соціально-дистрибутивної активності. А це, у свою чергу, може послабити мотивацію до праці менш заможних верств, і, що більш небезпечно, спровокувати втечу найбільш освіченого прошарку зайнятого населення з огляду на зростання загальної факторної мобільності і глобальну конкуренцію на ринках праці. Додатковим ризиком є погіршення демографічної структури населення, що підвищує тиск на системи соціального страхування в умовах, коли можливості для запровадження додаткових фіскальних платежів для підтримання їх функціонування в режимі, що забезпечує, хоча б поточний, рівень соціальних гарантій, суттєво обмежуються в умовах глобалізації. Незважаючи на реформи систем соціального забезпечення, що розпочались у більшості країн ОЕСР внаслідок глобалізаційного тиску, перспективи розбалансованості соціальних та бюджетних систем залишаються актуальними<sup>192</sup>;

в) нейтральність фіскальної політики та сприйняття урядом чи суспільством процесу зменшення інфляції як чогось природного може загострити проблему зміни меж відповідальності макроекономічних органів, зокрема, через визначення за обов'язок центрального банку забезпечувати економічне зростання чи боротись за

---

<sup>192</sup> Наприклад, деЛімма, деСеррес та Кеннеді констатують, що практично для всіх розвинутих країн зберігається ризик суттєвої фіскальної дестабілізації, викликаній спадаючою можливістю запроваджувати податки та зростаючими потребами у сфері соціального, зокрема, пенсійного забезпечення: Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 23-24.

Гр.Манків наводить приклад, що розбалансованість Федерального бюджету США внаслідок погіршення вікової структури населення у довгостроковому періоді може сягнути 20% ВВП: Манків Гр. Макроекономіка / Пер. з англ. — К. Основи, 2000. — С. 431-432.

структурні пріоритети. Одним з засобів для цього урядом можуть розглядатись низькі процентні ставки. Але в умовах, коли останні наближені до нуля, ефективність монетарної політики різко знижується, оскільки попит на готівку теоретично зростає безмежно, а можливість вилучення грошової маси з обігу чи її розширення через операції відкритого ринку також різко падає. Тому вирішення проблеми нейтральності фіскальної політики через тиск на монетарні органи з метою знизити процентні ставки насправді призводитиме до остаточної втрати макроекономічною політикою своєї ефективності. Іншим засобом може виступити ухвалення урядом таких цільових значень інфляції (у контексті контрактного підходу Волшта, Перссонса та Табелліні), які є вищими за оптимальні чи потенційно можливі. Спровокована принципом динамічна інконсистентність буде антиципіюватись ринками, через що втеча капіталу та економічний спад вимагатимуть вжиття заходів з проведення антиінфляційної політики, яка би користувалась довірою.

Стосовно проблеми оцінки центральними банками меж ефективності власної політики, то вона полягає у наступному. Поєднання позитивних для зниження інфляційного фону ефектів глобалізації з мандатом органів грошової влади, що не містить прямих антиінфляційних застережень чи передбачає реалізацію суперечливих завдань, робить монетарну політику вразливою до ідентифікації тої фази ділового циклу, коли надмірне економічне зростання перетне смугу інертності щодо його інфляційних наслідків. Впевнений у актуальності глобалізаційних ефектів щодо зменшення інфляції, центральний банк може не вжити вчасних заходів з переведення монетарної політики у режим рестрикції. Проте неминучість “жорсткої посадки” економіки у такій ситуації підвищуватиме вразливість країни до втрат від різких флуктуацій ділової активності та пристосування ринкових агентів до них та до спекулятивних атак проти її валюти, адже фінансові арбітражери відслідковують межі безінфляційних наслідків економічного зростання та відповідного цьому зростання капіталізації фінансових ринків. Затримка у переведенні монетарної політики у жорсткий режим також позначається і на довірі до неї, в результаті репутаційна рівновага, яка виникла між центральним банком та

укладачами трудових угод, погіршитися, відображаючи інерційність у ставленні економічних агентів до його майбутніх намірів.

Що стосується факторів третьої групи, то вони відображають трансформацію природи інфляціогенного процесу в умовах глобалізації. Якщо остання позначається на зниженні інфляційного фону та макроекономічної неефективності росту цін, то зростання інфляції, залишаючись монетарним на сутнісно-детермінаційному рівні, дедалі більше набуватиме ознак структурно-інституціонального характеру. Тобто неспроможність уряду забезпечити функціонування ринкових інститутів, які би опосередковували ефективний алокаційний процес, відображає загальну структурну слабкість економіки країни. Потреба у забезпеченні ефективного алокаційного процесу в умовах глобалізації також зростає з огляду на проблему мобільності капіталу та конкуренції країн чи регіонів за приваблення інвестицій. Можливості груп впливу чинити тиск на прийняття політико-економічних рішень та селективні чи кон'юнктурні урядові дії визначають ситуацію, коли підтримується режим м'яких бюджетних обмежень та, відповідне цьому, послаблення конкуренції і спотворення проходження цінових сигналів. Подібні негативні алокаційні ефекти можуть мати місце у випадку, коли існують інституціональні бар'єри підвищення гнучкості ринків, в першу чергу ринків капіталу та праці. В ширшому контексті це може стосуватись і жорсткого трудового, соціального чи пенсійного законодавства. Оскільки можливості маніпулювати податковим тягарем обмежені, підтримання таких м'яких бюджетних обмежень та збереження інституцій, які уповільнюють чи ускладнюють дію ринкового механізму, ретранслюватиметься на пошук компенсацій втрат економічної ефективності. Оскільки такі компенсації мають грошову природу, то їх підтримання на вихідному чи зростаючому номінальному рівні перманентно означає тиск на центральний банк. В таких координатах, залежність останнього від уряду розглядається як один з проявів загальної інституціональної слабкості економіки, оскільки вона дозволяє підтримувати режим м'яких бюджетних обмежень, зокрема, чи зволікати з реформами або ж уникати їх взагалі. А це і буде проявом структурної природи інфляції в умовах глобалізації.

І затримка реформ, і інфляційне зміщення позначатимуться на зростанні втрат добробуту внаслідок негативної оцінки ринками економічної політики, отже мобільність капіталу буде тим фактором, який спонукатиме і до зменшення інфляційного зміщення, і до здійснення структурних реформ. А це, у свою чергу, є аргументом на користь того, що позитивні ефекти глобалізації, зокрема, щодо інфляції, матимуть місце за відповідної стійкої інституціональної системи економіки країни, де незалежність центрального банку розглядається як одна з її найважливіших складових. За таких обставин глобалізація не сама по собі призводить до вирішення проблеми інфляційного зміщення. Причиною цього є підвищення відразу до інфляції на рівні центрального банку, уряду та суспільства. Тобто оптимальний (взятий у кореспонденції з можливими втратами ВВП у короткостроковому періоді) рівень інфляції в умовах глобалізації знижується, а оптимальний рівень відразу до інфляції зростає. Однак це також не підмінює собою незалежність центрального банку. Її необхідність актуалізується з огляду на інфляціогенні ризики глобалізації, про які згадувалось вище. В даному випадку вона буде розглядатись як інституціоналізація зростаючої оптимальної відразу до інфляції, яка покликана захистити суспільство від можливих неадекватних дій уряду чи політичних груп, що схильні перебільшувати позитивні ефекти глобалізації щодо зменшення інфляції, чи які розглядають цей феномен поза його структурно-інституціональною обумовленістю.

Зауважимо, що затребуваність автономії центрального банку на політико-інституційному рівні окремої країни можна простежити, спираючись на відому модель Уоллера. Так, К.Уоллер, констатує, що рівноважний рівень інфляції у моделі К.Рогоффа (згідно якої керівником центрального банку призначається особа, яка має вищий рівень несприйняття інфляції, ніж суспільство в цілому), залежить від випадковості політичного вибору, здійснюваного представниками сектору економіки з гнучкими цінами та сектору з негнучкими цінами<sup>193</sup> (така відмінність може визначатись технологічно або інституціонально, наприклад через активність

---

<sup>193</sup> Waller C. The Choice of a Conservative Central Banker in a Multisector Economy // American Economic Review. — 1992. — №82. — P. 1006-1012.

профспілок тощо). Природно, що в умовах макроекономічних шоків втрати добробуту у секторі з гнучкими цінами будуть нижчі, оскільки у ньому безробіття завжди тяжітиме до природного рівня, отже для нього буде привабливіший варіант жорсткої монетарної політики, тоді як для сектору з негнучкими цінами привабливішою буде акомодативна політика, наслідком якої, однак, буде інфляційне зміщення. Трансформація сучасної економіки внаслідок технологічних та інноваційних змін, нарощування рівня софтизації та інформатизації, підвищення значимості фінансових ринків у забезпечення довгострокових інвестицій, підвищення рівня відкритості та подальше загострення міжнародної та глобальної конкуренції, реформи трудового законодавства тощо в цілому роблять сучасну економіку більш гнучкою, внаслідок чого її можливість пристосування до шоків зростає. А це, у свою чергу, створює сприятливе макроекономічне підґрунтя для здійснення політики стабільності цін. Отже, тенденція до домінування сектору з гнучкими цінами в умовах глобалізації стає очевидною, внаслідок чого незалежність центрального банку виглядає як краща політична альтернатива.

Відповідно, глобалізація не руйнує відповідність між статусом монетарних органів та характером монетарної політики, а, навпаки, робить її ще більш актуальною з огляду на потребу формування такого інституціонального каркасу суспільства, в рамках якого би могла проводитись здорова макроекономічна політика, а разом вони би розглядались як фактори конкуренції між країнами за приваблення інвестицій.

По-третє, в умовах глобалізації підвищується значимість таких важливих елементів підсистеми центрального банку як транспарентність та відповідальність, які, у свою чергу, визначають рівень незалежності монетарних органів. Наприклад, урядник ФРС Р.Фергюсон стверджує, що "... в умовах сучасних глобально інтегрованих ринків як ніколи раніше важливо, щоб центральні банки та інші фінансові органи поширювали інформацію та вибудовували комунікації з ринками для ... можливості виявлення спільних інтересів"<sup>194</sup>, внаслідок чого було би легше

---

<sup>194</sup> Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. — P. 12.

запобігати кризовим ситуаціям. І транспарентність і відповідальність інституцій монетарної політики задається інституціонально (див. табл. 3.13.), оскільки безпосередньо впливає з їх формального статусу і є легітимною формою забезпечення прозорості та зрозумілості здійснюваних заходів, зокрема, обов'язку поширювати інформацію та робити її доступною.

Таблиця 3.13.

**Індекс транспарентності центральних банків провідних країн**

Показники	Австралія	Канада	ЕЦБ	Японія	Нова Зеландія	Швеція	Швейцарія	Велика Британія	США
<b>1. Транспарентність вибору політики</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1,5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2,5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
а) формальне завдання	1	1	1	0,5	1	1	0,5	1	0,5
б) кількісна ціль	1	1	1	0	1	1	1	1	0
в) інституціональні зобов'язання досягнення кількісної цілі	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5
<b>2. Економічна транспарентність Розкриття</b>	<b>1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
а) економічних даних	0,5	1	1	1	0,5	1	1	0,5	1
б) моделей політики	0	1	1	0	1	0	0	1	1
в) прогнозів	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	0,5	1	0,5
<b>3. Процедура транспарентність</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
а) експліцитність стратегій	1	1	1	0	1	1	1	1	0
б) оприлюднення протоколів засідань керівних органів	0	0	0	1	1	1	0	1	1
в) оприлюднення результатів голосування	0	0	0	1	1	0	0	1	1
<b>4. Пояснення політики</b>	<b>1,5</b>	<b>2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1,5</b>	<b>3</b>
а) швидкість оголошень	1	1	1	1	1	1	1	1	1
б) пояснення політики	0,5	1	0,5	0,5	1	1	1	0,5	1
в) пояснення того, до чого схильне проведення політики	0	0	0	0	1	0	0	0	1
<b>5. Операційна транспарентність</b>	<b>1,5</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1,5</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>
а) контроль помилок	1	1	1	0,5	1	1	0,5	1	1
б) пояснення збурень трансмісійного механізму	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1	0	1	0
в) оцінка результатів політики	0	0,5	0,5	0,5	0,5	1	0	0,5	0,5
<b>Підсумок</b>	<b>8</b>	<b>10,5</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>13,5</b>	<b>12</b>	<b>7,5</b>	<b>12,5</b>	<b>10</b>

Джерело: Eijffinger S., Geraats P. Central Bank Transparency in Industrial Countries // CEPR Discussion Papers. — 2001. — №3188. — Table 1.

Якщо етимологія переваг прозорості центральних банків впливає з широко відомих моделей побудови політики, що ґрунтується на раціональні очікування, які у такий спосіб генерують ринкове середовище контролю за центральним банком, внаслідок чого ймовірність ефективних у короткостроковому періоді інконсистентних кроків знижується, то в умовах глобалізації відкритість та висока мобільність капіталів формують специфічне середовище для зростання значимості прозорості. Більше того, прозорість розглядається як інструментальний елемент формування довіри до центрального банку, адже інакше раціональні очікування завжди були би схильні девальвувати його інфляційні обіцянки. Відповідно, прозорість перетворюється на інституціональну форму підвищення довіри до органів грошової влади через посилення підконтрольності раціональним економічним агентам прогнозованих результатів політики.

Так, роль прозорості різко зростає саме в умовах глобалізації: необхідно формувати довіру не тільки національних учасників ринку, але й решти світу. Тим більше, не тільки для вітчизняних гравців, але й для глобальних гравців в цілому монетарні рішення центральних банків повинні бути зрозумілі та доступні для відповідного формування очікувань. При цьому важливо, щоб національні та закордонні учасники ринку могли формувати приблизно однакові очікування, інакше асиметричні реакції на монетарні рішення центральних банків можуть суттєво ускладнити досягнення ефективного впливу на макроекономічні змінні. Розмивання меж контактної аудиторії окремого центрального банку вимагає від нього організувати монетарний процес, спираючись на стандартні в своїй інтерпретації процедури та їх наслідки, оскільки у такий спосіб забезпечується стереотипне (чи стандартизоване) розуміння їх у глобальному середовищі різними учасниками світогосподарських процесів. Але таке розмивання меж також ускладнює процес координації міжнародної монетарної політики чи спільні дії центральних банків різних країн. Це пов'язано з можливою асиметричною інтерпретацією сигналів одних центральних банків, порівняно з іншими. Також прозорість може розглядатись як фактор конкуренції за приваблення капіталів, адже в умовах невизначеності, що генеруються глобалізацією, інвестори



тяжитимуть до тих ринків, на яких домінує інформаційна симетрія, зокрема, та, що стосується розкриття намірів монетарних органів. У такий спосіб невпевненість інвесторів зменшується поряд зі зменшенням трансакційних чи прямих фінансових витрат, пов'язаних зі страхуванням чи диверсифікацією крайніх ризиків.

Що стосується відповідальності центральних банків, разом із підвищенням прозорості, запровадження формалізованих її критеріїв відображає посилення інституціональних координат контролю за ними з боку політичної системи країни. Але глобалізація дещо деформує взаємозв'язок між останньою та відповідальністю органів грошової влади. Так, характер та межі відповідальності спираються або на вже формалізовані легітимні вимоги до змісту монетарної політики та її результатів, або калібруються відповідно до політико-кон'юнктурних обставин. В першому випадку наявність чітких інституціоналізованих параметрів відповідальності центрального банку, забезпечуючи його політичну незалежність, суттєво унеможлиблює тиск на нього, що виникає внаслідок так званого процесу розм'якшення інститутів демократії (у іншій термінологічній версії, ця проблема асоціюється з так званним випадком “дефіциту демократії”) в умовах глобалізації. Така ситуація потребує додаткового пояснення.

Розглядаючи процес трансформації інтересів учасників суспільного вибору в умовах глобалізації та диверсифікацію самого кола таких учасників під впливом глобальної економічної інтеграції, П.Невелл констатує, що уряд, хоч і продовжує залишатись інструментом виведення спільного знаменника інтересів різних зацікавлених груп, але “автономія прийняття економічних рішень стає компромісом переговорів між набагато ширшим колом соціальних і глобальних економічних акторів, порівняно з традиційним випадком”. Він продовжує: “Більш широкі наслідки структури такого вибору або не-вибору зводяться до контексту проблеми “дефіциту демократії”, що є ключовим елементом визначення характеру відповідальності уряду. В недалекому майбутньому можлива ситуація, коли державне втручання в економіку буде зростаюче формуватись глобальними

акторами, через що ми повинні поставити питання: “перед ким буде відповідальна майбутня держава?”<sup>195</sup>.

Обумовлений глобалізацією процес формування мережевої економіки та у ширшому розумінні — соціокультурних систем — позначається на руйнації традиційних зв'язків в координатах “демократична організація ухвалення економічних рішень – зацікавлені групи – політичні ринки”, які, згідно теорії суспільного вибору, залишаються головними при визначенні змісту та характеру політики, здійснюваної публічними інституціями, зокрема центральними банками. Так, відмінна мобільність різних виробничих факторів та відмінна мобільність самих факторів в секторному чи територіальному розрізі на тлі утворення глобальних бізнес-павутин зумовлює утворення складної мозаїки інтересів учасників політичних ринків на тлі їх подальшої дезінтеграції, викликаной космополітизацією управлінських рішень. Можна стверджувати, що демократичні інституції, які визначають рамкові умови легітимного функціонування центральних банків та можуть справляти вплив на характер їхньої політики через різного роду формальні та неформальні канали, деформуються та розшаровуються. Більше того, як зазначає згадуваний П.Невелл під впливом наростаючої інтернаціоналізації та втягнення управлінської еліти (навіть урядової) у представництво інтересів глобальних акторів “традиційна функція добробуту країни стає предметом глобального перегляду”<sup>196</sup>.

Як наслідок, система відповідальності центрального банку та обумовленість його політики суспільним вибором з поглибленням глобалізації можуть зазнати суттєвих спотворень. Це пов'язано з тим, що інтеграція ринків та мережева економіка руйнують традиційні генетичні зв'язки між локалізацією суб'єктів суспільного вибору та спроможністю локалізувати вигоди від його втілення. Наприклад, група громадян як виборців, з огляду на відносну негнучкість ринків праці, схильна формувати політико-економічні преференції, які можна ототожнити з інтересами суспільства. Групи, які обстоюють інтереси бізнесу із замкненим в

---

<sup>195</sup> Newell P. Globalization and the future state // Institute of Development Studies Working Paper. — 2002. — №141. — P. 4.

<sup>196</sup> Ibid. — P. 2.

межах певної просторової одиниці циклом виробництва та споживання, будуть схильні впливати на суспільний вибір так, щоб вигоди від реалізації політики легко локалізувалися. Зокрема, у даних груп можуть формуватись відмінні преференції щодо поведінки центрального банку, які передаються у демократичному процесі органам, що можуть формально чи неформально впливати на монетарну політику. Наприклад, якщо рівновага на політичних ринках для першої групи консистентна з політикою цінової стабільності, то рівновага для другої групи може включати компонент акомодатії шоків, внаслідок чого за рахунок створення інфляції вдасться максимізувати добробут представників такої групи.

Наявність таких двох груп в цілому відобразить традиційну ситуацію, коли політика публічних інституцій не виходить за рамки доктрини національної суверенності. Але, глобалізація породжує виникнення третьої групи, преференції якої можуть бути несумісні з тим суспільним вибором, калібрування та втілення якого відбувається у традиційному колі належності до певного політичного замкненого простору. Однак руйнація національних кордонів сучасними відтворювальними процесами, які посилюються утворенням інтегрованих фінансових потоків та мережевих зв'язків між глобальними бізнес-структурами, детермінує виникнення третьої групи, інтереси якої випадають за межі генетичного зв'язку між територіальним принципом реалізації політики та суспільним вибором. А оскільки представники таких груп стають частиною суспільного вибору, то існуючі критерії верифікації адекватності здійснюваної політики суспільному вибору, асоційованому з даною територією, оформленою політично, зазнають глобальної дифузії. Така ситуація, яку можна назвати розм'якшенням інститутів демократії, може стати суттєвим викликом системі відповідальності центральних банків, особливо в умовах, коли вона несформована та неформалізована на легітимному рівні. Оскільки інфляційні преференції суспільства, груп, що можуть мати вигоди від м'якої монетарної політики, та груп, що функціонують на глобальній арені, можуть не збігатись як в принципі, так і у певний кон'юнктурний момент, реальна присутність останньої групи в зв'язних ланках демократичного процесу може послабити або нівелювати його спроможність вимагати здійснення

затребуваної політики. Тобто глобальна дифузія політичних преференцій щодо монетарних заходів, які, однак, актуалізуються у легітимних (формальних) демократичних інститутах, створює проблему того, перед ким несе відповідальність центральний банк. Зазначена проблема тісно пов'язана з питаннями його прозорості, адже тільки її високий рівень дозволить ідентифікувати у його поведінці ті дії, які генетично пов'язані з суспільним вибором, та ті, які виходять за його межі в силу глобалізаційно обумовленого розм'якшення демократичних інститутів.

В такій ситуації сильний незалежний статус центрального банку з високим рівнем прозорості дозволить згладжувати локалізований тиск на нього глобальних гравців, хоча не знімає повністю проблему відповідальності в світлі розм'якшення інститутів демократії. Але в такій ситуації різко зростає затребуваність конвергенційних процесів у сфері інституціонального забезпечення функціонування монетарних органів, оскільки вона дозволить забезпечити симетричність їх статусу та ролі в економіці. А це, у свою чергу, створить рамкові інституціональні умови для того, щоб глобальні гравці були неспроможні отримувати додаткові вигоди від асиметричних за режимом та характером грошово-кредитних заходів у різних країнах, інтегрованих ланцюжками відтворювальних циклів, що забезпечуються бізнес-активністю таких гравців.

По-четверте. З проблем валютно-курсової, отже макроекономічної, стабільності, які є статутним об'єктом роботи МВФ, впливає наступний важливий аргумент на користь незалежності центральних банків в умовах глобалізації. Створення інституціональних підойм для здійснення монетарної політики, зорієнтованої на забезпечення цінової чи грошової стабільності, стає інтегральним виразом мінімізації ризиків валютно-курсових флуктуацій. Оскільки останні є наслідком реакцій міжнародних фінансових ринків на поведінку національних макроекономічних органів, що потенційно призведе до погіршення стабільності в економіці, то створення легітимних рамкових умов запобігання розвитку подій за дестабілізаційним сценарієм розглядається як прямий засіб впливу на очікування щодо динаміки валютних курсів.

Більше того, глобалізація фінансових ринків формує ситуацію, коли межі ефективного антиінфляційного призначення фіксованих валютних курсів різко звужуються. Вона спонукає до вибору такого інституціонального режиму монетарної політики, коли би довіра до неї формувалась безвідносно до характеру обмежень на валютно-курсіві коливання. Досвід валютних турбулентностей у середині 1980-х, у 1992-1993 рр., у 1994 р. та у 1997-1999 рр. демонструє факт того, що масштабні спекулятивні атаки відображали оцінку ринками експансивних кроків монетарних органів у попередньому періоді, очікуючи від них та спонукаючи їх до інконсистентної поведінки. Наприклад, М.Обстфельд виявляє певний взаємозв'язок між статусом центральних банків та характером фіксації національної валюти. У випадку, коли не вдається забезпечити незалежність національних монетарних органів, засобом вирішення проблеми часової інконсистентності та формування довіри до антиінфляційних намірів макроекономічних органів може виступити вибір на користь дуже радикальних кроків на кшталт запровадження системи валютної ради (*currency board*) чи повної доларизації. Але більші переваги гнучкіших валютно-курсівих режимів в умовах глобалізації актуалізуються саме в умовах, коли центральні банки мають високий рівень незалежності. Він стверджує: “Суспільства у багатьох країнах розбудовують сильні монетарні інституції (такі як незалежний центральний банк) після інфляційного досвіду 1970-х. Здається, вони прийшли до висновку, що всупереч тому, що волатильність валютних курсів важко пояснити, швидкі та менш болісні коректування гнучкого валютного курсу дозволяють повністю переважити певні вигоди від фіксованих курсів, — вигоди, що, в будь-якому випадку, можуть бути суттєво зменшені за рахунок властивої їм низької довіри до обмежень на їх коливання”<sup>197</sup>. Зрештою, фіксація валютного курсу в сучасних умовах також потребує підвищення автономії монетарної політики. Інакше, інфляційна динаміка в країні призведе до погіршення платіжного балансу, внаслідок чого руйнівні наслідки фіксованих курсів будуть ще більш значними, порівняно з плаваючими. Отже, інституціональна трансформація центральних банків в напрямку підвищення їх незалежності виконує важливу функціональну

---

<sup>197</sup> Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. — Fall 2000. — P. 20.

роль в системі адаптації валютно-курсowego модуля макроекономічної політики до процесів глобалізації.

Так, незважаючи на усі труднощі, які постали перед центральними банками в умовах глобалізації, закономірності їх розвитку відображають те, як глобалізація сприяє формуванню гомогенності економік. В даному випадку, відкриття економіки глобальним процесам демонструє факт того, що на більшість країн вони впливають приблизно однаково, а останні приблизно однаково реагують на їх виклики. Ефективність певної інституціональної моделі в умовах глобалізації дуже швидко космополітизується, з одного боку, відображаючи прагматичний вибір на користь формування ефективного інституціонального каркасу економіки, з іншого, — підсилюючи конвергенційний потенціал глобалізації. Стосовно центральних банків можна стверджувати, — необхідність вибору на користь їх незалежності та формування відповідних інституціональних рамкових умов вже позначились на тому, що відповідні реформи у багатьох країнах демонструють процес посилення такої гомогенності.

Реформування національного законодавства про центральні банки впродовж 1990-х рр. відображає факт якщо не повної уніфікації інституціональних умов їх організації та функціонування, то, принаймні, уніфікацію генералізуючої ідеї, яка знаходиться в основі таких реформ (див. табл. 3.14.).

*Таблиця 3.14.*

**Приклади інституціональних реформ центральних банків**

Країна	Рік	Основні зміни в інституціональному забезпеченні центральних банків
Канада	1990	Запровадження системи орієнтації монетарної політики на експліцитно встановлюваний рівень інфляції.
Франція	1993	Ухвалення нового статуту, який визначив основним завданням забезпечення стабільності цін, підвищив рівень незалежності, зокрема було чітко зафіксовано, що Банк Франції має виключне право на застосування монетарних інструментів для досягнення основного завдання.
Італія	1992	Реформа Банку Італії забезпечила підвищення економічної незалежності: операції відкритого ринку та політика рефінансування повністю перейшли до його компетенції.
	1993	Відмінено обов'язковий викуп Банком Італії нерозміщених державних облігацій та скасовано прямий овердрафт для уряду в розмірі 14% запланованих бюджетних видатків.
Австралія	1997	Підвищення прозорості роботи Резервного банку Австралії через обов'язковість оприлюднення щорічного звіту про результати

		монетарної політики.
ЄЦБ	1998	Визначено, що основним завданням Європейського центрального банку буде забезпечення стабільності цін у інтеграційній зоні. Гарантується політична, економічна та фінансова незалежність ЄЦБ та транспарентність його діяльності.
Японія	1998	Забезпечення цінової стабільності стає експліцитним завданням Банку Японії. Він отримує незалежність щодо формулювання та реалізації монетарної політики. Його керівні органи не можуть бути зміщені внаслідок конфлікту з урядом. Орган, що здійснює політику — Рада з питань монетарної політики, на роботу якої уряд не має права впливати, а рішення її членів підлягають оприлюдненню. Кожні пів року Банк Японії публічно звітує про свою діяльність.
Південна Корея	1998	Головним завданням Банку Кореї стає забезпечення стабільності цін. Керівник Банку стає головуєчим в Комітеті з питань монетарної політики, з якого виводяться представники уряду. Члени Комітету не можуть бути звільнені внаслідок конфлікту з урядом. Протоколи засідань Комітету підлягають оприлюдненню впродовж 3 місяців. Щороку Банк Кореї звітує про свою діяльність перед парламентом.
Нова Зеландія	1989	Запровадження прямої відповідальності центрального банку за результати монетарної політики. Його основним завданням визнається досягнення експліцитно встановленого рівня інфляції. Керуючий Банком несе майнову відповідальність за недосягнення інфляційної цілі.
	1996	Офіційне визнання інфляційної цілі на рівні 0-3%.
	2002	1-3% — показник, який в середньому повинен досягатись впродовж середньострокового періоду.
Швеція	1993	Надання Ріксбанку права встановлювати інфляційну ціль. Запровадження системи обов'язкових звітів про тенденції щодо інфляції.
	1998	Забезпечення цінової стабільності визнається головним завданням Ріксбанку. Встановлено термін перебування при владі членів Виконавчої Ради на рівні 6 років, що перевищує тривалість електорального циклу в країні. Ріксбанк не може консультувати уряд, а може тільки інформувати з питань монетарної політики. Керівник Ріксбанку не може бути звільнений внаслідок конфлікту з урядом.
Швейцарія	2000	Стабільність цін визнається головним завданням Банку Швейцарії, згідно якого він повинен запобігати і інфляції і дефляції. Запроваджується система оприлюднення прогнозів розвитку макроекономічної ситуації на три роки вперед та моделей, на базі яких дані прогнози будуються.
Туреччина	2000	Компетенція здійснювати банківський нагляд переходить до спеціалізованого органу.
	2001	Забезпечення цінової стабільності стає головним завданням Банку Туреччини. Здійснення монетарної політики делегується Комітету з питань монетарної політики, вплив на який з боку уряду послаблюється через заборону права голосу його представника. Забороняється здійснення кредитування уряду з боку центрального банку у будь-якій формі.
	2002	Встановлення інфляційної цілі стає експліцитним. Запроваджується системи незалежної оцінки виконання інфляційного завдання.

Велика Британія	1992	Інфляційна ціль Банку Англії встановлюється ним разом з Казначейством. Банку Англії гарантується незалежність для досягнення погодженої інфляційної цілі.
	1993	Банк Англії отримує право на рекомендації щодо здійснення процентної політики.
	1994	Запровадження системи оприлюднення офіційних зустрічей Керівництва банку та Канцлера Казначейства.
	1997	Реформування статуту Банку Англії. Банк здобуває монопольне право на здійснення процентної політики. Керівництво передається Комітету з питань монетарної політики, члени якого призначаються Керуючим Банком та Міністром фінансів, але представництво уряду з правом голосу у Комітеті виключається. Уряд не може інструктувати Комітет. Управління державним боргом повністю передається Казначейству, а банківський нагляд — спеціалізованій установі.
Аргентина	1992	Реформування законодавства про центральний банк, визнання його основним завданням забезпечення стабільності курсового співвідношення. Гарантування Банку Аргентини політичної, економічної та фінансової незалежності. Запровадження системи транспарентності та відповідальності.
	2003	Перехід до здійснення монетарної політики на основі експліцитної інфляційної цілі.
Бразилія	1995	Підвищення незалежності Банку Бразилії через посилення його антиінфляційного мандату, гарантування політичної незалежності, введення обмежень на кредитування уряду.
Болівія	1995	Те саме.
Чилі	1989	Підвищення незалежності та заборона на кредитування уряду.
Перу	1993	Делегування мандату на здійснення політики цінової стабільності, підвищення політичної та економічної незалежності.
Мексика	1993	Прийняття нового законодавства про Банк Мексики, що підвищує його автономію
	1994	Стабільність цін визначається головним завданням. Члени керівного органу Банку Мексики призначатимуться на строк 6 років. Банк визнається незалежним щодо формулювання та реалізації монетарної політики.
	1995	Банк Мексики зобов'язаний оголошувати цільовий рівень інфляції на рік та траєкторію руху грошової бази як проміжної цілі.
	1999	Інфляційною ціллю визнається зниження інфляції нижче 3% впродовж тривалого періоду.
	2000	Підвищення вимог до транспарентності Банку через обов'язковість щомісячного оприлюднення інфляційних звітів.
Гондурас	1996	Делегування мандату на забезпечення грошової стабільності, для чого центральному банку гарантується автономія прийняття політичних рішень.
Колумбія	1991	Те саме

В даному випадку, підвищення незалежності монетарних органів у багатьох країнах відображає, що якщо глобалізація і не привносить цілковитої гомогенності в процес організації та функціонування національних монетарних органів, то вона



уніфікує принципи їх побудови. І саме незалежність та прозорість центральних банків є таким уніфікованим принципом, реалізація якого стає визначальною закономірністю розвитку центральних банків в умовах глобалізації, незважаючи на відмінності національно обумовленої специфікації їх інституціональних параметрів.

Посилення ролі міжнародних організацій при вирішенні сучасних світових проблем стає своєрідним каналом та рушійним механізмом міграції уніфікованих принципів функціонування національних макроекономічних органів в умовах глобалізації. Що стосується центральних банків, то цю роль продовжує відігравати МВФ, який впродовж 1990-х виступив органом, що проводить цілеспрямовану політику на підвищення їх незалежності, яку можна розглядати як міжнародну доктрину стосовно організації та інституціональних принципів функціонування національних органів грошової влади. Табл. 3.15. демонструє реалізацію даної доктрини Фондом при здійсненні програм технічного сприяння у різних країнах світу.

*Таблиця 3.15.*

**Місії МВФ щодо реалізації програм консультування технічної допомоги у сфері реформування національного законодавства про центральні банки**

<b>Країна</b>	<b>Рік</b>	<b>Країна</b>	<b>Рік</b>
<b>Африка</b>		<b>Латинська Америка</b>	
Алжир	1990	Аргентина	1992
Ботсвана	1996	Болівія	1993
Капо Верде	2001	Колумбія	1991
Еритрея	1997	Костра Ріка	1995
Гамбія	1998	Домініканська Республіка	1999
Гана	2000	Еквадор	1992
Кенія	1996	Гватемала	2000
Лесото	1997	Гайана	1997
Ліберія	1998	Гаїті	1999
Маврикій	1999	Гондурас	1996
Мозамбик	1991	Нікарагуа	1998
Намібія	1995	Парагвай	1997
Сейшельські острови	2000	Перу	1992
Сьєра Леоне	2000	Сурінам	1998
Судан	2000	Уругвай	1991
Свазіленд	1997	Венесуела	1992
Танзанія	1993		
Замбія	1995	<b>Країни Центрально-Східної Європи</b>	
Зімбабве	1995	Боснія і Герцеговина	1997

		Болгарія	1997
<b>Країни колишнього СРСР</b>		Хорватія	2000
Вірменія	1995	Косово	1999
Азербайджан	1995	Польща	1995
Беларусь	1997	Румунія	1997
Естонія	1997	Македонія	2001
Грузія	1995	Словаччина	1997
Казахстан	1995	Словенія	2001
Латвія	1991		
Литва	1994	<b>Азія та Тихоокеанський регіон</b>	
Молдова	1995	Індія	
Росія	1999	Індонезія	1999
Таджикистан	1996	Монголія	1997
Україна	1998	Таїланд	1998
Узбекистан	1994	Бангладеш	1997
		Непал	2000
<b>Близькій Схід</b>		В'єтнам	1998
Йорданія	1997	Камбоджа	1993
Іран	1999	Корея	1997
Туреччина	2000	Бруней	1997
Йемен	1997		

Джерело: Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212. — P. 33.

Можна сказати, що МВФ достатньо стандартизував критерії, з допомогою яких оцінюється статус центрального банку у країні, де працює місія. Існує п'ять таких груп критеріїв: визначення основного завдання центрального банку; формулювання політичної незалежності та характер організації його управлінських органів; економічна незалежність; фінансова автономія; визначення процедур відповідальності та підзвітності (див. табл. 3.16.).

*Таблиця 3.16.*

**Позитивний приклад практики організації центральних банків та їх незалежності згідно МВФ**

<b>Критерій</b>	<b>Позитивний приклад</b>
Визначення основного завдання	Визначення одного завдання у термінах забезпечення стабільності цін. Якщо мають місце декілька цілей (наприклад, забезпечення стабільності цін та стабільності фінансової системи) конфлікт цілей повинен розв'язуватись на користь забезпечення стабільності цін.
Політична автономія	Рада директорів (або відповідний орган) центрального банку повинна призначатись обома гілками влади згідно двокрокової процедури. Перебування представників уряду чи приватного сектора у складі такого органу не допускається. Члени такого органу повинні призначатись на термін, що перевищує тривалість виборчого циклу в країні, а умови звільнення повинні бути чітко прописані у законі та передбачати, що звільнення може мати місце саме за невиконання основного завдання. Остаточне схвалення звільнення має бути делеговане законодавчому

	органу країни, хоча ініціювати його можуть інші гілки влади.
Економічна автономія	Економічна незалежність передбачає забезпечення центрального банку незалежністю щодо вибору інструментів, зокрема свобода застосовувати усі засоби для досягнення інфляційної цілі. Процентна політика повинна повністю перебувати у компетенції центрального банку, хоча вибір валютно курсової політики може здійснюватись разом з урядом, який, однак, не повинен втручатись у процес досягнення цілей політики монетарного органу. Незалежність щодо вибору цілей повинна враховувати неможливість короткострокового вибору на користь інших, ніж стабілізація цін, цілей, що релевантні кривій Філіпса. Пряме кредитування уряду повинно бути заборонено, або обережно лімітоване відповідно до необхідності забезпечення стабільності цін.
Фінансова автономія	Стосунки між урядом та центральним банком у сфері розподілу прибутків та збитків останнього повинні бути чітко окреслені. Уряд повинен зобов'язуватись підтримувати капітал центрального банку для того, щоб монетарна політика могла здійснюватись без фінансових рестрикцій, тоді як прибутки центрального банку повинні повністю перераховуватись уряду після формування та поповнення спеціальних резервів, існування яких передбачено законодавством.
Відповідальність та підзвітність	Центральний банк повинен інформувати (звітувати) законодавчу та виконавчу владу щодо здійснюваної монетарної політики, зокрема щодо досягнення довгострокових інфляційних цілей. Такі звіти повинні бути доступні широкій громадськості. Фінансові звіти центрального банку повинні публікуватись не рідше, ніж раз на рік, після проведення процедури незалежного аудиту. Підсумкові балансові звіти повинні публікуватись більш часто після здійснення подібних аудиторських процедур та містити зауваги щодо роз'яснення змісту термінів.

Джерело: Згруповано згідно Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. — IMF Occasional Paper. — 1998. — OP/98/1 // [www.imf.org](http://www.imf.org).

Важливе місце в політиці МВФ відводиться проблемі транспарентності. З одного боку, підвищення транспарентності вимагається задля запровадження контролю за центральним банком з боку ринків з метою унеможливлення інконсистентної поведінки, а з іншого боку, — політика щодо транспарентності відображає неухильне зростання ваги інформаційної симетрії на міжнародних ринках та у світовій економіці в цілому. Поштовхом для посилення роботи Фонду в напрямку стандартизації національних даних та їх відкритості для міжнародних ринків виступили глибокі потрясіння 1997-1999 рр., які продемонстрували беззаперечну роль інформаційної складової, зокрема у сфері монетарної політики, при забезпеченні глобальної стабільності світової фінансової архітектури. Так, реакцією на проблеми інформаційної асиметрії, які були одними з факторів Азійської фінансової кризи, була розробка програм FSAP — оцінки фінансової

стабільності та ROCS — звітності щодо прозорості даних, регулювання та ринкової інфраструктури і запровадження “кодексів поведінки”. Що стосується центральних банків, то останні повинні відповідати критеріям незалежності й відповідальності, вимогам щодо відкритості та транспарентності звітності. Власне кажучи, через канали МВФ запроваджується система глобальної транспарентності національних монетарних органів відповідно до стандартизованих та уніфікованих показників та бази даних, які відображають характер здійснюваної монетарної політики у контексті підвищення можливостей адекватного виміру міжнародними інвесторами ризиків, пов’язаних з операціями з валютою даної країни, цінними паперами, деномінованими у дану валюту, прямими та портфельними інвестиціями.

В цьому розумінні, заслуговує на увагу доктринальні зміни в політиці Фонду щодо сфери функціонування центральних банків. Принциповим моментом у реалізації програм зі структурної адаптації, технічного консультування, розширеного фінансування тощо є формування нових інституціональних параметрів функціонування національних центральних банків. По-перше, такі зміни викликані тим, що створення надійного інституціонального легітимного фундаменту забезпечення незалежності центральних банків є кращою альтернативою слабким політичним рамковим умовам монетарної політики, які не спроможні захистити органи грошової влади від тиску для вирішення широкого кола фіскально-перерозподільчих та макроекономічних проблем, наслідком чого є інфляція та макродестабілізація. По-друге, останні, потребуючи реалізації жорстких стабілізаційних заходів, так чи інакше позначаються на реальному секторі та добробуті країни у короткостроковому періоді, що закладає фундамент для інконсистентної поведінки у майбутньому, незважаючи на ефективність таких заходів у довгостроковому періоді. По-третє, створення інституціонального фундаменту макроекономічної стабільності в країні через реформу легітимного каркасу функціонування центральних банків є менш обтяжливим у борговому контексті. Оскільки реалізація стабілізаційних заходів з МВФ передбачає збільшення зовнішнього боргу, то це, природно, позначається на борговій позиції країни, яка є об’єктом моніторингу міжнародних інвесторів. Створення

інституціональної бази для того, щоб центральний банк міг легітимно відсікати інфляціогенний політичний тиск, в цьому розумінні, завжди буде кращою альтернативою, порівняно з циклічними змінами у сфері стабілізації-дестабілізації, які неминуче позначаються на обтяженості країни зовнішнім боргом, уповільненні економічного зростання, втраті добробуту. Відповідно, завжди краще запобігти розвитку дестабілізаційних тенденцій через реалізацію заходів, результатом яких би виступило формування безстрокових інституціональних підвалин для запобігання погіршенню інфляційної, фіскально-емісійної та загальної макроекономічної ситуації в країні, внаслідок чого реалізація програм кредитування для підтримки платіжного балансу з боку Фонду були би зайвими, або суто короткостроковими та такими, які би не перетворились на системну ознаку національної макроекономічної політики. По-четверте, важливо відмітити, що реалізація даної доктрини спирається на якісно інший теоретико-методологічний фундамент, аніж обґрунтування макростабілізаційних заходів, за якими закріпився образ прихильності до монетаризму. Вищеописані тенденції реформування центральних банків базуються на парадигмі нової макроекономіки, яка еволюціонувала з ортодоксальних рекомендацій теорії динамічної інконсистентності щодо потреби здійснення монетарної політики на основі правила до обґрунтування необхідності імплементації широкого набору інституціональних детермінант монетарного вибору, який би забезпечив одночасно і гнучкість в реакціях на шоки (в світлі проблеми короткострокової кривої Філіпса), і дотримання жорсткого курсу на стабілізацію інфляції чи підтримання її на низькому рівні (в світлі проблеми інфляційного зміщення)<sup>198</sup>. Відповідно, сучасні доктринальні елементи політики Фонду щодо функціонування центральних банків спираються на якісно нові підходи, порівняно з тими, які мали місце ще десятиліття назад. Тобто в теперішніх підходах інституціональна домінанта є яскраво вираженою.

Наступним інституціональним фактором монетарної політики, який зазнає суттєвої трансформації в умовах глобалізації є правила, на яких ґрунтуються

---

<sup>198</sup> Розвиток сучасних монетарних теорій у зазначеному контексті розглянутий автором у: Козюк В. Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 226-248.

податково-бюджетні рішення. Це впливає з того, що важливим елементом визначення характеру та ефективності монетарної політики залишається проблема бюджетного дефіциту, оскільки останній є елементом формування сукупного попиту, отже тенденцій у сфері грошової пропозиції, інфляції, платіжного балансу тощо. Оскільки, як показано вище, глобалізація обумовлює формування нових меж між зонами відповідальності уряду та центрального банку в силу того, що мандат останнього передбачає забезпечення цінової стабільності, проблема впливу фіскальної складової макроекономічних заходів на інфляційну ситуацію набуває принципово нового значення. Зокрема, це пов'язано з тим, що такі межі задаються інституціонально і впливають з формалізованих елементів, які визначають статус центрального банку.

Фіскальні рішення, підпорядковуючись імперативам рівноваги на політичних ринках, набагато більшою мірою ґрунтуються на засадах дискреційності в силу відсутності чітких інституціональних обмежень на спроможність уряду вдаватись до поза податкового фінансування суспільних благ. Незважаючи на те, що впродовж 1990-х рр. проблема бюджетних дефіцитів як джерела макроекономічної нестабільності, властивої 1970-1980-м рр., практично у більшості країн світу вирішена, жорстка необхідність розбудови інституціональних рестрикцій на застосування дефіцитного фінансування співпала в часі з посиленням глобалізаційних тенденцій. З одного боку, внутрішньокраїнні детермінанти макроекономічного вибору на користь обмежень на фіскальну експансію залишаються актуальними, але, з іншого боку, як ми показали у попередньому параграфі, суттєве зниження ефективності фіскальної розбалансованості та зростання державного боргу обумовлюється саме глобалізацією.

Зазначимо, що важливість створення принципово нових інституціональних рамкових умов функціонування фіскальної політики безпосередньо пов'язана з глобалізацією. Це впливає з наступного: по-перше, суттєве покращення фіскальної позиції в багатьох країнах світу відбулося без будь-яких суттєвих змін в системі формалізованих імперативів податково-бюджетного регулювання; по-друге, запровадження вбудованих інституціональних рестрикцій або так званих правил

фіскальної політики відбулося або когерентно з реалізацією вже сформульованих макроекономічних стратегій, спрямованих на зниження боргового навантаження на економіку, або тоді, коли фіскальна ситуація в країні суттєво покращилась; по-третє, легітимізація формальних обмежень на застосування дефіцитного фінансування дуже часто відбувається на міжнародному рівні, що формується відповідно до реалізації доктрини економічної інтеграції, яка вимагає посилення координації макроекономічної політики, мінімізації можливостей вирішувати проблеми ділового циклу в одних країнах за рахунок інших тощо, внаслідок чого запровадження правил фіскальної політики відбувається саме під егідою забезпечення зближення економік країн-учасниць інтеграційного об'єднання. Зокрема, інтеграційно обумовлений процес введення нових інституціональних рамок фіскальної політики, який властивий усім об'єднанням, які прямують до валютного союзу чи створили його, відображає, що такі правила стають чинними для макроекономічної політики окремої держави безвідносно до змін її національного законодавства.

Так, в кільватері з широкими дискусіями про переваги політики, заснованій на основі правила чи дискреції, у розвинутих країнах формується яскраво виражена тенденція до запровадження формалізованих рестрикцій на фіскальні дії, вектор яких безпосередньо стосується бюджетного дефіциту та державного боргу. Табл. 3.17. містить приклади основних змін у сфері інституціонального забезпечення фіскальної політики.

*Таблиця 3.17.*

**Інституціональні зміни каркасу фіскальної політики**

Країна	Рік	Характер змін
Австралія	1998	Ухвалення Чарту бюджетної чесності, який передбачає, що уряд визначає та оприлюднює завдання та кількісні цілі фіскальної політики, а також щорічно оприлюднює стратегію досягнення довгострокових фіскальних цілей із визначенням їх кількісного виміру на кожні наступні три роки, а зовнішні аудитори оцінюють таку стратегію та оприлюднюють свої висновки.
Австрія	2000	Ухвалення Пакту внутрішньої стабільності. Згідно нього ухвалюються межі коливання бюджетного балансу впродовж певного періоду на рівні 0,75% ВВП, а муніципальні запозичення обмежуються. Невиконання правила передбачає санкції, але в умовах погіршення господарської кон'юнктури санкції можуть не застосовуватись.
Бельгія	1996-1999	Внутрішньоурядовий договір про характер фіскальної політики.

	1999-2002	Встановлюються дозволені межі запозичень для уряду, місцевих органів та фонду соціального захисту. Спроможність регіонів запозичувати може бути обмежена. Дозволені межі дефіциту для різних рівнів урядування встановлюються на основі рекомендації Вищої ради з питань фінансів, які публікуються щорічно.
Канада	1991-1996	Впроваджується Акт контролю федеральних витрат, який передбачає встановлення лімітів на програми витрат, а перевитрати повинні бути компенсовані у наступні два роки.
	1998	Ухвалюється План повернення державного боргу, який передбачає, що уряд повинен здійснювати політику, зорієнтовану на бездефіцитний бюджет. Окремі витрати можуть бути скорочені, якщо це необхідно з міркувань забезпечення виконання плану зменшення державного боргу.
Країни ЄС/зона євро	1992-1997	Впровадження та реалізація Маастрихтського та Амстердамського (Пакт про стабільність і зростання) договорів: запровадження фіскальних правил макроекономічної конвергенції; схвалення політики, зорієнтованої на досягнення бюджетного надлишку; запровадження санкцій до країн, які не виконують конвергенційних зобов'язань; запровадження можливостей виходу за межі встановлених показників бюджетного дефіциту на рівні 3% ВВП в разі, якщо ВВП падає більш як на 2% після роки, в якому були порушені фіскальні правила; запровадження системи звітності перед Європарламентом з питань фіскальної політики та додержання бюджетного балансу.
Німеччина	2002	Ухвалення Пакту внутрішньої стабільності, який передбачив: запровадження "золотого правила" бюджетної політики (дефіцит не повинен перевищувати суму капітальних видатків уряду); уряд та місцева влада повинні орієнтуватись на бюджетну збалансованість; створення внутрішньоурядової Ради з питань фінансового планування, яка повинна слідкувати за додержанням вимог Пакту про стабільність і зростання та розробляти заходи на реалізацію його вимог та по контролю за бюджетними видатками.
Японія	1997-1998	Ухвалення Акту реформи фіскальної структури, який передбачає: зниження бюджетного дефіциту до 3% ВВП до 2003 р.; обмеження випуску облігацій для фінансування бюджетного дефіциту; запровадження кількісних цілей для окремих груп видатків вперед на три роки.
	2002	Прийняття Урядової ухвали щодо середньострокових фіскальних перспектив, згідно якої запроваджується: підтримання величини урядових витрат до ВВП на поточному рівні до 2006 р.; досягнення первинного бюджетного профіциту у 2010 р.
Нідерланди	1994	Прийняття Угоди по багаторічні видатки. Вона передбачила: обговорення проектів, що передбачають вплив на економічне зростання; встановлення стель видатків на утримання уряду, соціального захисту та медичного забезпечення; необхідність зниження податків, якщо надлишок перевищує $\frac{3}{4}$ процента ВВП.
Нова Зеландія	1994	Прийняття Акту про фіскальну відповідальність, згідно якого уряд має: підтримувати рівень державного боргу на пруденціальному рівні та досягати бюджетного надлишку у сприятливих періодах; підвищення прозорості урядової політики у сфері бюджетного дефіциту та державного боргу.
Норвегія	2001	Ухвалення Керунку до фіскальної стабільності: структурний дефіцит центрального уряду, який не враховує надходження від продажу



		нафти, не має перевищувати 4% урядового нафтового фонду щорічно; коректуючи дії внаслідок несприятливих обставин повинні відбуватись впродовж кількох років; оприлюднення розрахунків та проектів структурного дефіциту та нафтового фонду.
Польща	1999	Ухвалення Акту про публічні фінанси, який унеможлиблює перевищення державним боргом величини 60% ВВП, а на бюджетний дефіцит накладаються обмеження, в разі коли урядовий та субурядовий борг перевищує 50% ВВП.
Іспанія	2003	Ухвалення Закону про фіскальну стабільність, який передбачає: бюджети уряду та місцевих органів влади повинні зводитись або з надлишком, або повинні бути збалансовані; неklasифіковані видатки не повинні перевищувати 2% загальних бюджетних видатків; можливість вдаватись до дефіциту обмежується, а двох-трьох річні плани відновлення балансу повинні обговорюватись в парламенті.
Швеція	1996	Ухвалення Акту про фіскальну політику та бюджет, згідно якого: запроваджуються номінальні обмеження на зростання видатків на слідує три роки на 27 видів видатків; уряд має підтримувати загальний профіцит бюджету на рівні 2% ВВП в середньому за діловий цикл.
Швейцарія	1998	Ухвалення Бюджетних завдань до 2001 року, який передбачив: обмеження на бюджетний дефіцит в розмірі 2% надходжень, або 0,25% ВВП до 2001 р.; зростання дефіциту має покриватись за рахунок підвищення податків.
	2001	Ухвалення Правила обмеження на зростання державного боргу, яке визначає: встановлення стелі на витрати, які дорівнюють загальним витратам, що коректуються відповідно до ділового циклу; порушення правила вимагає схвалення абсолютною більшістю двох палат парламенту.
Велика Британія	1997	Прийняття Кодексу про фіскальну стабільність. Згідно нього: впродовж ділового циклу уряд запозичує стільки, скільки інвестує; величина чистого боргу до ВВП повинна підтримуватись впродовж ділового циклу на рівні, що є нижчим за 40% ВВП; відхилення від правила повинні бути відкоректовані за три роки; збільшення кількості офіційних звітів уряду за політику у сфері управління державним боргом.
США	1990-2002	Ухвалення Акту посилення бюджетної дисципліни, згідно якого: запроваджуються обмеження на середньострокові дискреційні видатки; встановлюється, законодавчі зміни щодо доходів та видатків бюджету повинні бути нейтральними впродовж п'ятирічного горизонту; в разі порушення таких вимог, видатки повинні секвеструватись.

Як видно з даних табл. 3.17., практично більшість запроваджених правил фіскальної політики спрямована на запобігання безконтрольному зростанню бюджетних дефіцитів та державного боргу, внаслідок чого потенційний тиск на центральний банк в напрямку пом'якшення монетарної політики буде нівелюватись за рахунок таких інституціональних інновацій. За рахунок цього, створюватимуться передумови для посилення відповідальності уряду за макроекономічну стабільність,

необхідність якої переходить на якісно вищий рівень з огляду на глобалізацію та пов'язані з нею розширення та волатильність фінансових ринків.

В умовах глобалізації зазнає глибоких трансформацій такий інституціональний фактор монетарної політики як характер функціонування ринків праці. Генетично, проблема впливу характеру їх роботи на ефективність та можливості центральних банків пов'язується ще з кейнсіанством, в рамках якого обґрунтовувалась їх негнучкість та нееластичність заробітних плат, що унеможлиблювало пристосування до нових рівноважних умов за рахунок номінальних величин. В цьому розумінні можливість проведення монетарної політики, зорієнтованої на стабілізацію інфляції та її варіації почала зважуватись тим, як це позначається на рівні безробіття, що, з рештою, визначило профіль загальної участі центральних банків у макроекономічному механізмі окремої країни та еволюцію міжнародного валютного устрою (оскільки режим валютних курсів визначав ступінь можливостей у сфері компенсацій для ринків праці в умовах варіювання характеру антиінфляційності поведінки органів грошової влади<sup>199</sup>). Тобто, врахування обмежень на гнучкість ринків праці та еластичність реакцій заробітних плат на коливання ділового циклу почали формувати самодостатній інституціональний елемент детермінації поведінки центрального банку. Однак, слід зауважити, що незважаючи на імпліцитне визнання значущості характеру функціонування ринку праці для монетарних стратегій, емпіричні дослідження не знайшли чіткого підтвердження обумовленості результатів діяльності центрального банку даними інституціональними факторами. Етимологія даних досліджень випливає з намагання пояснити пряму лінійну залежність між варіацією інфляції та ВВП за 1960-1992 рр. для ряду розвинутих країн в світлі питання про характер впливу рівня незалежності центральних банків на макроекономічну ситуацію<sup>200</sup>. Зокрема, Т.Гаврілескі та Дж. Гранато включили до регресійного аналізу показник “корпоратизму” країни, індекс незалежності центральних банків та рівень інфляції.

---

<sup>199</sup> Слід зазначити, що, наприклад, ефективність системи міжнародного золотого стандарту обумовлювалась широкими можливостями у сфері міграції робочої сили, в першу чергу між континентами, внаслідок чого економіка набагато більш еластично реагувала на шоки, не потребуючи коректування рівня інфляції та валютних курсів. Про це див.: Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації / Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 17-31.

<sup>200</sup> Детальніше див.: Козюк В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 244 с.

Показник “корпоратизму” включав: трирівневу оцінку сили профспілок щодо ситуації на ринку праці; дворівневу оцінку лівого ухилу уряду; дворівневу оцінку масштабів суспільного сектора економіки. Вони дійшли висновку, що разом з індексом незалежності центрального банку жоден з показників “корпоратизму” окремо чи разом не зумовлюють повною мірою варіацію інфляції в розрізі країн, включених у вибірку<sup>201</sup>.

Однак, в умовах посилення глобалізаційних тенденцій увага до інституціональних обмежень на гнучкість ринку праці зростає, що обумовлюється рядом об’єктивних причин:

по-перше, зростання відкритості національних економік та вихід на світові ринки виробників з країн, де рівень забезпеченості фактором праці набагато вищий, ніж в розвинутих країнах (отже в останніх витрати на заробітну плату в загальних витратах на одиницю продукції будуть вище), суттєво загострили проблему глобальної конкуренції. З необхідністю витримувати жорсткий конкурентний пресинг з боку нових індустриальних країн та країн з ринками, що виникають, пов’язується потреба підвищення алокаційної ефективності економіки за рахунок ліквідації бар’єрів на шляху мобільності робочої сили та підвищення мотивації до праці. Послаблення фіскального навантаження на економіку, пов’язаного з утриманням соціальної інфраструктури ринку праці, також етимологічно зводиться до проблеми глобальної конкуренції;

по-друге, неефективність інфляційного зміщення в умовах високої відкритості та вразливості національних макроекономічних та фінансових систем до турбулентностей на міжнародних ринках капіталу затребує більш жорсткої монетарної політики, зорієнтованої на підтримання цінової стабільності. В таких умовах, негнучкі ринки праці створюють ситуацію, коли ефективність центральних банків, виражена як мінімізація варіації інфляції та варіації безробіття (чи ВВП), може суттєво знижуватись, що робить монетарні органи потенційно вразливими щодо тиску з боку урядів та політичних кіл, зацікавлених у зниженні безробіття з

---

<sup>201</sup> Havrilesky T., Granato J. Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy // Public Choice. — 1993. — №76. — С. 249-261.

електоральних міркувань. Тобто, наявність негнучких ринків праці, що визначається інституціонально, стає викликом центральним банкам в умовах глобалізації, адже саме вона детермінує нейтральність монетарних заходів та більш високий рівень макроекономічної дестабілізації та втрати ВВП внаслідок виходу за межі політики, зорієнтованої на цінову стабільність;

по-третє, тенденції до формування монетарних союзів, як варіант послаблення негативних впливів глобалізації фінансових ринків, створює ситуацію, коли для країн-учасниць можливість пристосування до шоків та послаблення напруження у сфері зайнятості за рахунок коректування валютного курсу усувається. Отже, втрата такого макроекономічного інструменту як валютний курс у країнах зони євро та потенційна втрата у країнах, що прямують до валютного союзу, загострює ситуацію, пов'язану з можливостями національних макроекономічних органів реагувати на проблему безробіття. Оскільки монетарна інтеграція передбачає здійснення жорсткої політики, а такий інструмент як валютний курс відсутній, то еластичність пристосування до макроекономічних шоків буде знаходитись у площині підвищення гнучкості ринків праці, що зумовить менш болісні наслідки реалізації політики стабільності цін у моновалютній зоні;

по-четверте, в світлі функціонування міжнародної економіки як цілісної системи, негнучкі ринки праці породжують її суттєву фрагментацію з огляду на те, що різні світові ринки функціонують з різним рівнем мобільності факторів. Наприклад, західні економісти відзначають, що “якщо ринок праці несе надмірну відповідальність за підтримання соціальної гармонії всередині країни, то у ринку цінних паперів втрачена будь-яка відповідальність за стан справ як всередині окремих країн, так і світу в цілому<sup>202</sup>”. Через це еластичність реакції міжнародної валютної системи на глобальні шоки суттєво послаблюється, відображаючи її внутрішню нестійкість, викликану політичною інтерпретацією макроекономічних можливостей компенсувати на рівні окремої країни її негативні екстерналії. В підсумку, агресивна макроекономічна політика, зорієнтована на вирішення окремих

---

<sup>202</sup> Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, — С. 27.

національних проблем, в першу чергу тих, що впливають з такого явища як безробіття, або зумовить дестабілізацію на рівні глобальної фінансової архітектури, або тенденцію до автаркізації окремих країн, що, природно, посилить фрагментацію єдиного економічного простору, що формується під впливом глобалізації.

Так, у розвинутих країнах саме у 1990-х рр. розпочались масштабні перетворення у сфері інституціонального забезпечення функціонування ринків праці. Аналіз системних змін а даній сфері, проведений Ч.Пігу та Ч.Хрістіансеном<sup>203</sup>, дозволяють стверджувати, що практично всі вони спрямовані на зниження негнучкості заробітних плат, підвищення мобільності фактору праця та мотивації до праці.

Поряд з тим, суттєві зміни відбулися в розстановці акцентів в процесі укладання трудових угод, що описується в категоріях утворення нового типу корпоративізму, а саме “конкурентного корпоративізму”. Його зміст зводиться до того, що потреба у підтриманні глобальної конкуренції та необхідність забезпечення цінової стабільності вимагає від урядів та профспілок іншої тактики за для розвитку підприємництва, в першу чергу, спрямованої на унеможливлення розкручування спіралі “зарплати-ціни”. П.Герст та Г.Томсон, відзначаючи, що “конкурентний корпоративізм” може стати причиною дефляційного зміщення політики, водночас, стверджують, що “...повсюдне укладання трудових угод ... показує, що уряди разом із соціальними партнерами повною мірою визнали потребу обмежувати інфляцію і витрати на заробітну плату в рамках стратегії підтримки конкурентоспроможності цін, а також підсилення прибутковості компаній”<sup>204</sup>. Незважаючи на те, що, в сукупності, реформи інституцій ринку праці та соціального забезпечення у більшості країн не закінчені (можливо, за виключенням США та Великої Британії, де ринки праці демонструють традиційну гнучкість, внаслідок чого підтримання стабільності цін там вдається за незначних втрат у вигляді підвищення варіації безробіття), а інновації у сфері трудових переговорів тільки запроваджуються, це вже позначилось на підвищенні загальної ефективності монетарної політики, що

---

<sup>203</sup> Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — Р. 8-10, 30-34.

<sup>204</sup> Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації / Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — С. 164.

демонструють дані стосовно тенденції до зниження варіації безробіття на тлі зниження варіації інфляції (див. попередній параграф).

Зазначимо, що глибокі інституціональні зміни у сфері функціонування центральних банків, викликані глобалізацією, вже вплинули на стабілізацію раціональних очікувань та підвищення довіри до монетарної політики. Особливо це стосується посилення інституціонального захисту незалежності органів грошової влади. В першу чергу, це проявляється на рівні країн, що розвиваються, зокрема країн Латинської Америки. Якщо А.Цукерман, С. Вебб та Б.Неяпти у 1992 р. стверджували, що залежність між інфляцією і статусом центральних банків є слабкою за рахунок включення до вибірки країн третього світу, в яких існує суттєва різниця між формальним і фактичним рівнем автономії монетарних органів<sup>205</sup>, то цінова стабілізація, підвищення довіри до центральних банків та покращення рейтингу багатьох країн з ринками, що виникають, свідчить про суттєві позитивні наслідки аналізованих інституціональних змін. Тим не менше, в умовах глобалізації радикальної трансформації зазнають не тільки інституціональні фактори монетарної політики, але й стратегії та технології її реалізації.

### **3.3. Інноваційні аспекти в імплементації монетарної політики**

Доба кейнсіанства фактично визначила характер реалізації монетарної політики — встановлення її кількісних цілей за трирівневим алгоритмом: операційні – проміжні – кінцеві. Цілі описували зв'язок монетарних параметрів з кінцевими макроекономічними змінними, що передбачало застосування інструментів у спосіб, який забезпечив би рух таких цільових параметрів політики за визначеними траєкторіями, ефективними *ex ante*, з можливістю їх корекції *ex post*. В рамках монетаристського історичного типу, зв'язна ланка “цілі політики (які є монетарними параметрами) – інструменти” стала фундаментальною рисою технології грошово-кредитного регулювання. Більше того, руйнація Бреттон-вудської системи та перехід до плаваючих валютних курсів тільки викристалізували функціональність такої

---

<sup>205</sup> Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. — 1992. — 3 (Sept). — P. 353-398. Більш детальний аналіз даної проблеми див.: Козюк В. Проблеми емпіричної верифікації незалежності центральних банків // Вісник НБУ. — 2003. — №5. — С. 48-51.

ланки в світлі того, що валютний курс більше не був номінальним якорем макроекономічних заходів.

При цьому, в розрізі розвинутих країн та країн третього світу, характер утворення такої ланки є диференційований. Це пов'язано з тим, що, по-перше, в розвинутих країнах центральні банки практично повністю перейшли до застосування непрямих інструментів (процентні ставки, операції відкритого ринку, рефінансування, обов'язкові резерви) вже до кінця 1970-х рр., а органи грошової влади країн, що розвиваються, та нових індустріальних країн зберігали застосування прямих адміністративних інструментів (встановлення кількісних обмежень на коливання процентних ставок, раціонування кредитів, селективна монетарна політика тощо) у подальший час, а, по-друге, встановлення цілей політики також диференціювалось. Якщо для перших таргетування будувалось, виходячи з бачення зв'язку між монетарними параметрами та інфляцією, ВВП (чи номінальним доходом), то для других воно не рідко виявлялось складовим елементом заходів із макроекономічної стабілізації, або ж підпорядковувалось політиці у сфері валютного курсу. Причому, важлива роль останнього тривалий час зберігалась як для країн, що з самого початку будували стратегії економічного зростання, зорієнтованого на експорт, так і для країн, що перейшли до такої моделі наприкінці 1970-х початку 1980-х рр.

Зауважимо, що за Ямайського валютного устрою логіка побудови системи реалізації монетарної політики визначається її орієнтацією на внутрішню рівновагу та безпосередньо впливає з оцінки динаміки та зв'язків між внутрішніми параметрами грошового ринку та макроекономічної сфери, що опосередковуються функціонуванням механізму монетарної трансмісії. Зокрема, навіть за домінуючої ролі такого цільового параметру політики як валютний курс обумовленість поведінки центральних банків на коротко- та середньострокових горизонтах зв'язками між ситуацією на грошових ринках та макроекономічними тенденціями все одно зберігається. Це визначалось тим, що відсутність прив'язки валютного курсу до загально конвенціонального резервного активу, через динаміку якого індукувалась би грошова пропозиція, створювала ситуацію, коли курсове

співвідношення стає тільки елементом макроекономічної рівноваги, зокрема, враховуючи вплив на неї факторів міжнародної економіки. Тобто, пов'язаність процесів курсоутворення з динамікою сукупного попиту всередині країни і визначила принципову роль монетарної політики у підтриманні цільового валютного курсу. Виходячи з цього, можна стверджувати, що незважаючи на нарощування рівнів інтернаціоналізації, монетарна політика дедалі активніше зазнавала зсуву у бік орієнтації на внутрішню рівновагу. Це проявлялось як на макроекономічному рівні (таргетування процентних ставок та грошових агрегатів), так і на імплементаційному (проміжні – операційні цілі, що ув'язувались з інструментами через механізм монетарної трансмісії).

Проте процеси глобалізації суттєво позначились на трансформації системи грошово-кредитного регулювання. Обумовленість таких трансформацій глобалізацією впливає із закономірностей інтеграції в першу чергу фінансових ринків та технологічними інноваціями, які визначили: можливості та ефективність тих чи інших режимів таргетування; характер функціонування трансмісійного механізму; характер застосування інструментів монетарної політики. Окрім цього, така обумовленість впливає з того, що фінансово-банківська дерегуляція та політика відкритості міжнародному руху капіталу створили передумови для якісних змін у середовищі монетарної політики та, зрештою, сформували підґрунтя для глобалізаційних процесів, які не можливо уявити без вільного переливу грошових потоків у масштабах світової економіки.

Можна стверджувати, що заходи з валютної лібералізації та фінансово-банківської дерегуляції стали загальною закономірністю трансформацій фінансового сектора економіки практично у більшості країн світу, формуючи передумови для запровадження звичної для розвинутих держав технологічної моделі реалізації монетарної політики. Це яскраво простежується на прикладі країн, що розвиваються, та нових індустріальних країн. З одного боку, дерегуляція та лібералізація у фінансовій сфері виступили знаряддям переходу від дивелопменталістської моделі розвитку до моделі розвитку з орієнтацією на ринкові алокаційні процеси, зокрема, ті, що резонують у масштабах світової економіки. З



іншого боку, інтеграція з міжнародними ринками грошей та капіталів та активний розвиток внутрішнього фінансового сектора (в тому числі за рахунок доступу до світових позичкових ресурсів) створили передумови для того, що адміністративні інструменти грошово-кредитного регулювання перестали бути дієвими, а макроекономічний ракурс поведінки центральних банків дедалі активніше вимагав запровадження тої чи іншої системи таргетування з його системною ув'язкою через трансмісійний механізм з кількісним виразом інструментів монетарної політики.

Перехід до тривірневої системи цілей та ринкових інструментів в розрізі країн відбувався тою мірою, якою вони успішно просувались по шляху структурної адаптації та інтеграції з міжнародними фінансовими ринками. Зокрема, першими таким переходом здійснили країни Латинської Америки у першій половині 1980-х, далі нові індустріальні країни Азії (середина та друга половина 1980-х), а наприкінці 1980-х початку 1990-х до даного процесу долучились найбільш інтегровані у світовий ринок країни Африки. Відповідно, запровадження ринкових інструментів у практику центральних банків країн третього світу стало загальною закономірністю трансформації грошово-кредитного регулювання<sup>206</sup>. Внаслідок цього, ще до утвердження глобалізаційних процесів сформувалась ситуація, коли монетарна політика у більшості країн світу почала здійснюватись на основі ринкових принципів, відображаючи конвергенційний потенціал у сфері засадничих ознак побудови макроекономічного механізму.

Однак, фінансова дерегуляція, детермінуючи прискорений розвиток міжнародних ринків грошей та капіталів, отже відображаючи формування передумов для розвитку глобалізації, позначилась і на трансформації режиму монетарної політики. В даному випадку, мова йде про те, що саме з розвитком процесів глобалізації пов'язується неефективність монетаристськоорієнтованого каркасу політики центральних банків, атрибутивною рисою якого є таргетування приросту грошових агрегатів. Як зазначалось у параграфі 2.1., перехід до таргетування грошової маси, з одного боку, відображав намагання привнести в економіку номінальний якор для стабілізації інфляції в умовах, коли валютний курс

---

<sup>206</sup> Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии // Вопросы экономики. — 2002. — №12. — С. 46-47.

більше не міг виконувати таку роль і в силу краху Бретон-вудської системи, і в силу посилення орієнтації монетарної політики на внутрішню рівновагу. З іншого боку, таргетування приросту грошових агрегатів уявлялось потужним засобом приборкання інфляційного зміщення, зокрема, у кореспонденції з впливом на динаміку номінального доходу, який, згідно Сент-Луїської моделі, знаходиться у функціональному зв'язку з грошовою пропозицією. Відповідно, за такого режиму інфляція розглядалась як кінцева ціль політики, грошова маса — як проміжна, а операційна ціль (процентна ставка міжбанківського ринку чи грошова база, які теоретично знаходяться в оберненому зв'язку) специфікувалась в залежності від поточної ситуації щодо щільності її зв'язку з проміжною ціллю.

Проте, фундаментальна стійкість системи таргетування грошової маси визначається характером поведінки швидкості обігу грошей, або попитом на них. Саме в цій площині валютно-фінансова лібералізація та експансія міжнародних ринків індукували глибокі спотворення у алгоритмі поведінки центральних банків, заснованому на системі вибору за проміжну ціль монетарної політики грошової маси. Незважаючи на те, що перехід до монетаристського варіанту побудови каркасу грошово-кредитного регулювання в багатьох випадках був ефективним щодо стабілізації інфляції на початку 1980-х рр., незважаючи на спад ВВП, що мав місце у багатьох розвинутих країнах та країнах третього світу, поява глобалізаційних тенденцій у середині та наприкінці 1980-х рр. виступила потужним фактором послаблення ролі грошових агрегатів в спроможності центральних банків досягати поставлених цілей. Така ситуація обумовлюється тим, що фінансова дерегуляція та відкриття ринків зумовили глибокі структурні зрушення у сфері грошового попиту, внаслідок чого стандартні та звичні кореляційні зв'язки між операційними, проміжними та кінцевими цілями істотно послабились, позбавляючи органи грошової влади ефективних функціональних критеріїв реалізації політики не тільки на тактичних, але й на стратегічних горизонтах. Наприклад, відомі західні економісти М.Бурда та Ч.Виплош констатують: “Розчарування у темпах росту грошової маси як цільового орієнтира було посилено двома наступними обставинами. По-перше, зв'язок між грошовим ростом та інфляцією виявився менш

передбачуваним протягом 2-3-х років планування політики. По-друге, в середині 80-х років менш виразною виявилась залежність між грошовою базою та більш широкими грошовими агрегатами. Обидві ці тенденції пов'язані з нестабільністю попиту на гроші, що настала за широкомасштабним грошовим перегулюванням, яке виникло, знову таки, у середині 80-х років<sup>207</sup>. Табл. 3.18. демонструє тенденції у сфері поведінки швидкості грошового обігу у провідних країнах.

Таблиця 3.18.

**Варіація змін швидкості обігу грошей в окремих розвинутих країнах**

Країна (грошовий агрегат)	1970-ті рр.	1980-ті рр.	1990-ті рр.
США (M2)	0,020	0,024	0,014
Японія (M2)	0,020	0,009	0,010
Німеччина (M3)	0,023	0,019	0,023
Франція (M2)	-	0,019	0,018
Італія (M2)	0,028	0,026	0,024
Велика Британія (M4)	0,046	0,020	0,012
Канада (M2)	0,036	0,034	0,025
Бельгія (M1 + квазі гроші)	0,029	0,018	0,024
Нідерланди (M1 + квазі гроші)	0,065	0,211	0,017
Швеція (M1 + квазі гроші)	0,0585	0,104	0,115
Швейцарія (M1 + квазі гроші)	0,155	0,248	0,110

Джерело: Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 16.

Як видно з даних табл. 3.18., у 1980-х рр. нестабільність швидкості обігу грошей дійсно підвищилась, відображаючи структурні зміни у сфері грошового попиту. Проте, такі зміни властиві не всім країнам, а у наступному десятилітті практично для більшості розвинутих країн характерне зниження волатильності грошового обігу. Тим не менше, відхід від таргетування грошової маси у розвинутих країнах вже на початку 1990-х рр. став дедалі очевидним, а у другій половині даного десятиліття це стало властиво і більшості найбільш розвинутих країн третього світу.

Варто відзначити, в світлі послаблення ефективності такого каркасу монетарної політики як таргетування грошових агрегатів особливо гострою постала проблема обґрунтування напрямку змін у поведінці центральних банків, тим більше, що розвиток фінансових ринків, технологічні зрушення та прогресуюча відкритість національних економічних систем суттєво трансформували ландшафт макроекономічних заходів практично у будь-якій країні, яка інтегрована у глобальні

<sup>207</sup> Бурда М., Выпловш Ч. Макроэкономика: Учебник. — 2-е изд. / Пер. с англ. — СПб.: Судостроение, 1998. — С. 219.

процеси. Зазначимо, що теоретичний пошук оптимального режиму монетарної політики у категорія “правило проти дискреції” (*rules vs discretion*), який став мейнстрімом сучасного аналізу макроекономічної політики, необхідно розглядати у контексті глобалізації.

Глиbokі структурні зміни, які мають місце за глобального зближення ринків та розвитку нових інформаційних технологій, однаковою мірою розглядаються як аргумент на користь посилення дискреційних витоків у поведінці центральних банків (але в межах їх антиінфляційної спрямованості та сформованої довіри до неї) та на користь обмеження монетарних рішень через запровадження правила. Специфічність такої ситуації обумовлюється тим, що глобальні структурні зміни та інформаційна революція призводять до підвищення невизначеності при прийнятті монетарних рішень практично щодо будь-якого аспекту макроекономічного чи функціонального вибору центрального банку. А це і дає підстави розглядати і політику на основі правила, і дискреційну політику як однаково релевантні щодо проблеми невизначеності, яка викликана глобалізаційними змінами у макросередовищі функціонування центральних банків. Що стосується самих структурних змін та проблеми невизначеності, то їх можна охарактеризувати наступним чином:

по-перше, відкриття економік та послідує зростання ролі екзогенних факторів розвитку країн-учасниць світового господарства при формуванні внутрішніх макроекономічних трендів підвищує невизначеність щодо основного набору параметрів макроекономічної моделі національної економіки, на яку спирається центральний банк при здійсненні політики. Якщо за саму просту основу такої моделі прийняти алгебраїчний вираз правила Тейлора, то питання полягає в тому, чи повинен центральний банк орієнтуватись тільки на процентні ставки, інфляцію та ВВП, чи повинен додати до даних параметрів валютний курс. Якщо аргументом на користь останнього є зростаюча відкритість економіки та підвищення ролі валютного курсу при формуванні внутрішньої рівноваги, то контраргументом є те, що занадто висока плинність на валютних ринках не дозволить центральним банкам ефективно впливати на параметри інфляції та ВВП, реагуючи на будь-які

несуттєві зміни у курсовій динаміці, пристосовуючи під неї свою внутрішню грошову пропозицію та процентну політику. Якщо припустити, що в основі визначення довгострокових рівноважних валютних курсів знаходяться фактори конкуренції розташування бізнесу, тобто фактори реальної економіки та її потенціалу, а операційні можливості центральних банків дозволяють ефективно нівелювати вплив курсових коливань на внутрішню цінову ситуацію незалежно від того як вони позначаються на ВВП та платіжному балансі у короткостроковому періоді, то параметр валютного курсу не повинен розглядатись як один з ключових елементів довгострокової макроекономічної моделі центрального банку. Подібна ситуація стосується включення до моделі поведінкової функції монетарних органів такого параметру як динаміка фінансових ринків. З одного боку, існує гносеологічний та частково емпіричний доказ того, що реальна ділова активність та процеси формування сукупного попиту знаходяться у зв'язку зі станом фінансових ринків, що не дозволяє повністю нехтувати цим при розробці монетарної політики. Більше того, стан фінансових ринків в умовах глобалізації суттєво кореспондує зі станом платіжного балансу та валютним курсом, отже з внутрішньою грошовою пропозицією. Але невизначеність навколо факторів, що детермінують динаміку фінансових ринків та достатньо високі флуктуації показника їх капіталізації не дозволяють зблизити операційні реакції центрального банку на рух фондових індексів з його націленістю на забезпечення стабільності цін, що відповідала би довгостроковій динаміці реальної економіки;

по-друге, швидкі зміни у детермінаційних факторах економічного зростання в умовах глобалізації (до цього можна віднести і розвиток нових технологій, і структурні зрушення, і глобальне функціонування великих компаній, що здійснюють міжнародний бізнес, отже прибутки та обороти і, відповідно, споживання виробничих факторів ними відривається від ситуації на обмеженому ринку чи в певній країні тощо) не дозволяють визначити, який саме показник потенційного ВВП існує зараз та існуватиме у досяжній перспективі, і яка кореспонденція повинна існувати між цільовим ВВП та потенційним за умови, що інфляція не повинна вийти з-під контролю. Якщо припустити, що зростання

виробництва без інфляційних наслідків відображає ситуацію наближення до повного завантаження виробничих потужностей, то це означає, що скоро усі ресурси будуть задіяні, а триваюча акомодативна політика призведе до сплеску інфляції. Але, як показує досвід в першу чергу американської економіки, в умовах глобалізації момент повного завантаження виробничих потужностей має ірраціональний характер, оскільки не відомо наперед, чи структурні зміни та зростання продуктивності праці підвищуватимуть майбутній потенційний рівень ВВП, чи він буде підвищуватись внаслідок сприятливої зовнішньої кон'юнктури достатньо довго, адже у країнах-контрагентах структурні зрушення також позначаються на підвищенні потенційного рівня ВВП. З огляду на те, що інфляція є цільовою функцією монетарної політики, зростання якої ототожнюється з наближенням цільового ВВП до потенційного, то грошова пропозиція повинна пристосовуватись до збереження стабільності інфляційної цілі, що викликає її коливання. Оскільки уповільнення росту грошової маси повинно мати випереджаючий щодо інфляції характер, так само як і її зростання в умовах пожвавлення кон'юнктури, то неспроможність прогнозування фактичного потенційного рівня ВВП унеможливорює вірогідні знання того, коли необхідно застосовувати обмежувальні заходи у випадку буму, а коли стимулюючи — у випадку спаду. Враховуючи те, що природа сучасного підвищення величини потенційного ВВП має інноваційний характер, то прогнозування такого підвищення зводиться до прогнозування інновацій та їх значення для бізнесу. Оскільки це в принципі неможливо, то і неможливо знати наперед циклічні рамки макроекономічного вибору центрального банку. Так само існує невизначеність щодо того, чи потік інновацій вже вичерпано і економічне зростання і підвищення продуктивності праці уповільниться, чи інновації ще тривалий час детермінуватимуть підвищувальну тенденцію динаміки потенційного ВВП;

по-третє, прояв інфляційних тенденцій в економіці ускладнюється, оскільки швидке зростання продуктивності праці, підтримуване інноваціями, дозволяє фінансовим ринкам швидко розростатись. Поява нових технологій та їх відносно швидке “оформлення” у продукт, що постачається на ринок, призводить до

підвищення капіталізації ринків нових компаній. Привабливе зростання фондових індексів створює ситуацію, коли частина інфляційного тиску, що має місце на традиційних споживчих чи промислових ринках, спровокована м'якою монетарною політикою, "втікає" на фінансові ринки, зростання яких опосередковано дозволяє підвищувати інвестиції і підтримувати безінфляційне економічне зростання, тільки посилюючи "втечу" інфляційних імпульсів, або відкладаючи їх прояв у часі. Така природа інфляційного процесу тісно пов'язана з попереднім фактором. Безінфляційне зростання обумовлюється активністю фінансових ринків, які вловили переключення споживчих преференцій на фінансові активи. Ринки підтримують інвестиційні можливості у нових секторах, які підвищують фонові значення потенційного ВВП, мультиплікуючи сукупний попит, а його частина, у свою чергу, знову "втікає" у нагромадження фінансових активів. Звідси випливає невизначеність щодо того, яку частину сукупного попиту, підтримуваного монетарною політикою, буде перетягнуто на себе розростанням фінансових ринків, і з якою стадією бізнес-циклу це буде кореспондувати, враховуючи те, що параметри останнього не відомі. Відповідно, постає питання про те, як динаміка фінансових ринків відображає інфляційні очікування, і чи повинен центральний банк впливати на них у своїх поточних рішеннях? (детальніше див. нижче);

по-четверте, технологічні інновації підвищують операційні можливості фінансового сектора через глобальну інформатизацію розрахунків, управління активами тощо. Все це підвищує невизначеність у середовищі трансмісійного механізму монетарної політики, оскільки неможливо наперед визначити, як нові технологічні нововведення на фінансових ринках визначатимуть попит на гроші (тобто, в умовах глобалізації руйнуються звичні зв'язки між динамікою залишків на рахунках фінансових установ і їх попитом на ліквідність, а також характером попиту на ліквідність і динамікою ринкових процентних ставок, які намагається формувати центральний банк через здійснення політики відкритого ринку чи рефінансування; це саме стосується і щодо такого аспекту трансмісійного механізму як зв'язок між ліквідністю фінансових посередників та поведінкою суб'єктів у реальному секторі економіки, які отримують дедалі більші можливості формувати пасиви з

диверсифікованих у глобальному масштабі джерел). Неможливість таких прогнозів ускладнює операційне та проміжне таргетування і, в підсумку, можливість виходу на цільову інфляційну траєкторію як через відсутність стабільності грошового попиту і грошового мультиплікатору, так і через відсутність адекватного очікуванням центрального банку зв'язку між його діями на грошовому ринку і формуванням реального попиту на гроші з боку фінансових посередників.

Що стосується прихильників монетарної політики, заснованій на правилі, то вони обстоюють думку про те, що такий високий рівень невизначеності щодо такого широкого набору модельних та операційних параметрів монетарної політики унеможлиблює будь-які ефективні дискреційні дії, оскільки вони будуть тільки спотворюватись і посилювати невизначеність. Здійснення політики на основі правила буде справляти загальний дисциплінуючий ефект на усіх учасників ринку, які будуть корегувати свої власні очікування розвитку подій, спираючись на незмінну поведінку монетарного органу. Наприклад, німецький економіст О.Ізінг стверджує, що здійснення політики на основі правила створить потужний номінальний якор для усієї економіки, відповідно до чого формуватимуться очікування<sup>208</sup>. Також правило убезпечить економіку від надмірних активістських кроків монетарних органів, які втрачають можливості прогнозувати часові параметри ділового циклу і, через це, запізнюватимуться з переведенням політики у режим рестрикції. Це особливо актуально у випадку, коли послаблення ефекту інфляційного зміщення монетарної політики в умовах глобалізації починає розглядатись як самовідтворювальний процес, яким можна знехтувати у випадку, якщо він вже мав місце. Варто зазначити, що у дослідженні Банку міжнародних розрахунків досвід запровадження номінальних якорів монетарної політики на початку 1980-х розцінюється як позитивний (незважаючи на загальну критику їх монетаристської методологічної бази) саме тому, що в умовах підвищення невизначеності на фінансових ринках, викликаних лібералізацією зовнішнього сектора багатьох економік та зростанням мобільності капіталу, вони справили

---

<sup>208</sup> Issing O. The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty // Policy Panel at the Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty. — ECB. — 1999 // [www.ecb.int](http://www.ecb.int)



дисциплінуючий ефект на економічні очікування та послабили негативні наслідки арбітражних операцій, які призводили до посилення турбулентності на них<sup>209</sup>.

Подібні тенденції мають місце і у сучасній економіці, проте більшість економістів схиляються до того, що здійснення монетарної політики на основі правила чи певного номінального якоря не буде ефективним. По-перше, теперішня ситуація, з огляду на високий рівень невизначеності, не дозволить обрати ефективне правило, яке би відповідало умовам оптимальності хоча б у середньостроковій перспективі, адже можливості формувати прогноз майбутньої інфляції та зростання потенційного ВВП в межах ділового циклу обмежені. По-друге, швидкі структурні зміни та інноваційні зрушення, викликаючи не передбачувані флуктуації потенційного ВВП, створюватимуть ситуацію, коли будь-яке правило, оптимальне *ex ante*, не буде оптимальне *ex post*, порушуючи тим самим межі збалансованого зростання економіки та підвищуючи невпевненість у майбутньому такого правила з усіма наслідками з точки зору теорії часової інконсистентності. По-третє, на які операційні параметри повинен спиратись центральний банк, здійснюючи політику на основі правила не відомо.

Тому здоровим консерватизмом розробників монетарної політики буде як уникнення активізму, так і механічності. Наприклад, Європейський центральний банк відображає широкий консенсус щодо того, якою повинна бути політика в умовах невизначеності: по-перше, якщо існує суттєва невизначеність щодо достовірності даних, на яких будуються економічні прогнози, та невизначеність щодо трансмісійного механізму, найбільш оптимальною буде політика, зорієнтована на середньострокову перспективу, та така, яка не буде активістською; по-друге, невизначеність щодо побудови економічних моделей вимагає використання широкого набору параметрів, які лягають в основу прийняття монетарного рішення; по-третє, в умовах невизначеності різко зростає роль довіри до центрального банку, що повинно проявлятися через здійснення політики, виходячи з орієнтації на досягнення єдиного та добре зрозумілого економічним агентам завдання (стабільність цін), що виступить додатковим фактором привнесення якоря в систему

---

<sup>209</sup> The evolution of central banking / BIS 67<sup>th</sup> Annual Report. — Basel. BIS. 2001. — P. 140-150.

формування ринкових очікувань<sup>210</sup>. Подібні визначення ще раз наголошують на необхідності наявності якоря, який би дозволив формувати ринкові очікування, проте він не повинен виглядати як механічне правило, а відображати довіру до здійснюваної націленості на зрозумілий для ринків монетарний параметр.

В світлі трансформації інституціонально визначеного основного завдання центральних банків, яким стає забезпечення стабільності цін, та з огляду на глибокі зрушення у макроекономічному середовищі їх функціонування пануючою тенденцією стає перехід до встановлення експліцитних номінальних якорів у вигляді таргетування інфляції. Так, описуючи тенденцію переходу до прямого таргетування інфляції, американські дослідники С.Кечетті та М.Ехрман стверджують: “У цілому світі впродовж 1990-х режими монетарної політики зазнали драматичних змін. Центральні банки стали більш транспарентними, більш незалежними, більш відповідальними і, в більшості випадків, більш ефективними. Але найбільшою трансформацією є відхід від системи з фокусом на проміжні цілі політики, як то грошові агрегати чи валютні курси, в напрямку прямого таргетування інфляції. ... Таргетування інфляції ми повинні визнати каркасом монетарної політики 1990-х”<sup>211</sup>.

Хроніка переходу до таргетування інфляції відображає, що даний процес переростає у закономірність розвитку монетарної політики в сучасних умовах (див. табл. 3.19.).

*Таблиця 3.19.*

**Хроніка переходу до таргетування інфляції**

<b>Рік</b>	<b>Країни</b>
1989	Нова Зеландія
1991	Канада
1992	Велика Британія
1993	Фінляндія, Швеція, Австралія
1995	Іспанія
1997	Ізраїль, Чехія
1998	Південна Корея
1999	Єврозона, Чилі, Бразилія, Колумбія, Індонезія, Польща
2000	ПАР, Таїланд, Швейцарія
2001	Норвегія, Мексика, Ісландія, Угорщина

<sup>210</sup> Monetary Policy-Making Under Uncertainty // ECB Monthly Bulletin. — 2001. — Jan. — P. 43-55.

<sup>211</sup> Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 1.

2002	Філіппіни, Перу
Потенційно перехід до таргетування інфляції здійзнять: Японія, Данія, Туреччина, Саудівська Аравія, Сінгапур, Аргентина, практично усі країни Латинської Америки та постсоціалістичні країни.	

Однак, що стосується детермінант та мотивацій переходу до таргетування інфляції, то існує ряд суттєвих проблем, які відображають відсутність єдиної думки щодо цього та практично не акцентують увагу на тому, що дана закономірність актуалізується в умовах глобалізації. Так, наприклад, російський дослідник центральних банків С.Моїсеев наголошує на тому, що основною причиною переходу до режиму таргетування без проміжної (грошової) цілі є неадекватність монетаристського операційного каркасу грошово-кредитної політики, в першу чергу за рахунок послаблення емпіричних зв'язків між динамікою грошової маси та інфляції<sup>212</sup>. Відомі американські економісти Б.Бернанк та Ф.Мишкін конкретизують це питання, наголошуючи, що основною причиною неефективності таргетування грошової маси є проблема коливань швидкості обігу грошей, і що саме це виступило фундаментальною передумовою для переходу в режим встановлення експліцитних номінальних якорів у вигляді оголошення рівня інфляції ціллю політики<sup>213</sup>. Власне кажучи, нестабільність функції швидкості грошового обігу є перманентним аргументом критики монетаристської моделі поведінки центральних банків, оскільки не прогнозоване уповільнення обігу грошей призводитиме до надмірного стискання грошової пропозиції і спаду ВВП, а прискорення — до інфляції. Зокрема, провал встановлення приростів грошової маси у Великій Британії та Канаді наразі розглядається як основний чинник мотивації до переходу в цих країнах до таргетування інфляції, оскільки на кінець 1980-х початок 1990-х серед розвинутих країн в них спостерігалась найвища інфляція (зазначимо, що така позиція не враховує проблеми, пов'язані з низьким рівнем незалежності даних центральних банків). Однак, генетично обґрунтовувати перехід до встановлення прямих інфляційних цілей, спираючись виключно на факт нестабільності грошового попиту є не коректним. Наприклад, дані табл. 3.18. демонструють, що і в Канаді і у Великій

<sup>212</sup> Моїсеев С. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. — 2002. — №9. — С. 99-103.

<sup>213</sup> Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // NBER Working Paper. — 1997. — №5893. — P. 5.

Британії волатильність швидкості грошового обігу у 1980-х була нижче, ніж у попередньому десятилітті, і вище, ніж у наступному. Також дані табл. 3.18. відображають ситуацію, коли в багатьох країнах нестабільність грошового попиту у 1990-х знижувалась, що можна було сприймати як аргумент на користь таргетування грошової маси, тоді як цей режим втрачав свою ефективність.

Відповідно, можна стверджувати, що незважаючи на безсумнівний вплив лібералізації фінансової діяльності, тобто процесів, що генетично пов'язані з глобалізацією, на послаблення ефективності таргетування грошової маси внаслідок структурних змін в попиті на гроші, проблема волатильності швидкості обігу грошей не може вважатись виключною детермінантою переходу до таргетування інфляції. Більше того, така детермінанта не є релевантною у випадку країн, які здійснювали таргетування валютного курсу, або ж таргетували одразу дві операційні цілі — грошову масу та валютний курс.

Що стосується таргетування інших проміжних величин, наприклад процентних ставок та номінального доходу, то можна стверджувати, що вони суттєво поступаються ефективності встановленню прямої інфляційної цілі. Зокрема, процентна ставка перестала розглядатись багатьма центральними банками як проміжна ціль ще у 1970-х, що пов'язувалось, по-перше, з тим, що вона не може ефективно виконувати роль номінального якоря для стабілізації інфляції, а, по-друге, — в умовах посилення інтеграції фінансових ринків її рух все менше відображає обумовленість динамікою внутрішніх макропараметрів окремої країни. Відповідно, з огляду на те, що з 1970-х інтеграція фінансових ринків істотно зросла, а, як показують емпіричні дослідження (див. параграф 3.1.), гомогенність довгострокових ставок підвищується, випереджаючи зближення флуктуацій ставок грошового ринку, встановлення такої проміжної цілі як процентна ставка буде неефективним. Тобто в умовах відкритості економіки міжнародним фінансовим потокам та щільної інтеграції ринків процентні ставки не відобразатимуть повною мірою зв'язок з фундаментальними макроекономічними змінними, а їх зв'язок з кінцевими цілями монетарної політики (зокрема, з інфляцією) буде слабкий. Стосовно таргетування номінального доходу, яке внутрішньо адаптує елементи

таргетування інфляції, проте зближує такий елемент функції реакцій монетарних органів як ВВП-розрив з цільовим критерієм вибору напрямку політики, то в умовах високого рівня невизначеності щодо динаміки потенційного ВВП, індукованого процесами глобалізації, може бути привабливим режимом грошово-кредитних заходів. В першу чергу, це пов'язано з тим, що таргетування номінального доходу дозволяє безвідносно до характеру функціонування трансмісійного механізму врахувати поточні зміни в тенденціях потенційного ВВП в умовах, коли його прогнозування не є ефективним через структурні зрушення, пов'язані з відкритістю, та коливання продуктивності виробничих факторів, викликану прогресом інформаційних технологій<sup>214</sup>. Разом з тим, на думку згаданих Бернанка та Мишкіна таргетування інфляції має такі переваги, як оперативність в отриманні інформації, транспарентність та доступність ринкам<sup>215</sup>, що особливо актуально в умовах глобалізації, коли інфляційна ситуація в країні відстежується не тільки національними економічними агентами, але й глобальними бізнес-структурами.

Дещо альтернативний підхід до визначення детермінант переходу до таргетування інфляції демонструють фахівці МВФ Г.Дебелл, П.Мейссон, М.Савастано та С.Шарма. Вони стверджують, що існує дві основні мотивації: забезпечення цінової стабільності є найкращим внеском монетарної політики у стимулювання економічного зростання; маніпулювання поведінкою центрального банку у короткостроковому періоді для досягнення альтернативних цілей суперечить забезпеченню цінової стабільності<sup>216</sup>. Тобто даний ракурс можна вважати таким, що розглядає перехід до таргетування інфляції в світлі вибору засобів, які би забезпечили унеможливлення появи динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення, що також ігнорує проблеми, пов'язані з глобалізацією.

---

<sup>214</sup> Слід зазначити, що дослідження фахівців ФРС Дж.Кім та Д.Хендерсона змальовує ситуацію, коли таргетування номінального доходу буде оптимальнішим за таргетування інфляції, зміст якої полягає у тому, що у випадку не повністю гнучких цін та заробітних плат та експліцитних трудових контрактів оголошення інфляційної цілі в умовах, коли макроекономічні шоки ще невідомі, слідування правилу орієнтації на рівень інфляції не буде ефективним. Детальніше див.: Kim J., Henderson D. Inflation Targeting and Nominal Income Growth Targeting: When and Why Are They Suboptimal? // FRB International Finance Discussion Papers. — 2002. — №719 // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

<sup>215</sup> Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // NBER Working Paper. — 1997. — №5893. — P. 20.

<sup>216</sup> Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy // IMF Economic Issues. — 1998. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

Фахівець Інституту міжнародної економіки (Вашингтон) Ю. Ху розглядає перехід до встановлення прямої інфляційної цілі монетарної політики у більш широкому контексті<sup>217</sup>. По-перше, перехід до такого достатньо радикального режиму монетарної політики спонукають проблеми, пов'язані з валютно-курсними флуктуаціями. Тобто неспроможність підтримувати фіксовані, або контрольовано плаваючі валютні курси спонукає до переходу до встановлення прямої інфляційної цілі, на основі чого відбувається передача позитивних імпульсів цінової стабільності усій економіці. Так, наприклад, згаданий економіст констатує, що Фінляндія, Іспанія, Швеція та Велика Британія у Західній Європі, Чехія у Східній, Бразилія та Мексика у Латинській Америці<sup>218</sup>, Корея й Таїланд у Азії перейшли до таргетування інфляції саме після значної турбулентності на валютних ринках. Зазначимо, що кризи на останніх у кожній з груп країн відображали масштабні потрясіння у сфері світової фінансової архітектури і релевантні глобалізації. По-друге, запровадження даного монетарного режиму пов'язується з врахуванням тривалої економічної ситуації, що характеризується повільним чи негативним зростанням ВВП, відчутною його варіацією та високими процентними ставками. Більше того, саме намагання покращити макроекономічну динаміку в країні за рахунок створення принципово нового монетарного підґрунтя у вигляді стабільності цін, на думку Ю.Ху, є найбільш принциповим мотивом змін в системі поведінки центральних банків. По-третє, даний режим розглядається як засіб покращення ситуації щодо альтернативності між інфляцією і безробіттям в абсолютному та варіаційному вимірі. Щодо останнього, то, зауважимо, — якщо перші емпіричні дослідження виявляли відсутність реального впливу переходу до таргетування інфляції на покращення ситуації довкола кривої Філіпса, то використання більш тривалих часових рядів дозволяє виявити суттєве удосконалення проблеми коливань ВВП-розриву в світлі стабілізації тільки одного параметру — інфляції, що, з одного боку, суперечить усталеним кейнсіанським уявленням про характер поведінки номінальних макроекономічних змінних за коливання ділового циклу, а з іншого, —

---

<sup>217</sup> Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. — 2003. — №6 // [www.iie.org](http://www.iie.org).

<sup>218</sup> Зазначимо, що після дефолту по зовнішньому боргу у 2001-2002 рр. та внаслідок краху системи валютної ради, Аргентина також оголосила про перехід до прямого таргетування інфляції.

підтверджує теоретичні постулати нових класиків про позитивний вплив підвищення довіри до центральних банків за рахунок жорсткої політики, зорієнтованої на стабільність цін, з боку ринків<sup>219</sup>. Тобто, таргетування інфляції розглядається як засіб покращення загальної макроекономічної ситуації в країні, а не тільки удосконалення каркасу монетарної політики. По-четверте, перехід до таргетування інфляції негативно кореспондує з рівнем самої інфляції, що говорить про те, що стабілізація цінової динаміки здебільшого відбувається у спосіб, який не пов'язаний з даним монетарним режимом (можливо, за виключенням Канади та Великої Британії), тобто, зокрема, з допомогою контролю за грошовою масою. Відповідно, здійснення монетарної політики без проміжних цілей започатковується тоді, коли рівень інфляції помірний та, в цілому, знаходиться під контролем. Мотивами цього є намагання підвищити довіру до нового режиму, переклавши негативні наслідки монетарної стабілізації на характер попередньої моделі поведінки центрального банку. По-п'яте, фактори платіжного балансу не мають принципового значення для запровадження експліцитних номінальних якорів у вигляді встановлення кінцевої інфляційної цілі.

В світлі проведеного емпіричного аналізу впливу глобалізації на монетарну політику (див. параграф 3.1.) слід стверджувати, що, в цілому, вище перелічені детермінанти переходу до таргетування інфляції як закономірності еволюції каркасу монетарної політики є дещо суперечливими. З одного боку, виявляється релевантність процесів глобалізації мотивам переходу до такого режиму таргетування в розумінні неможливості підтримувати такий номінальний якор як валютний курс, оскільки мобільність капіталів та фінансова інтеграція різко зросли, що природно вимагає переорієнтації центральних банків на пошук інших засобів формування позитивних очікувань щодо макроекономічної ситуації. Але з іншого боку, розгляд інфляційного таргетування як засобу покращення загальної макроекономічної ситуації йде в супереч з виявленим позитивним впливом

---

<sup>219</sup> Більш детальний теоретичний та емпіричний аналіз позитивного впливу таргетування інфляції на макроекономічну ситуацію див.: Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 1-35.; Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. — 2001. — wp/01/166. — P. 1-42.

відкритості економіки, в першу чергу, на динаміку ВВП і безробіття та збереженням такого позитивного впливу на інфляцію для малих країн. Тобто, таргетування інфляції розглядається як засіб покращення загальної макроекономічної ситуації в світлі теоретичних уявлень про проблему динамічної інконсистентності та довіри до органів грошової влади, які методологічно походять з аналізу закритих економік. Тоді як проведений теоретичний та емпіричний аналіз впливу відкритості на монетарну політику дозволяє стверджувати — таргетування інфляції, спираючись на більш радикальні інституціональні зміни в системі функціонування центральних банків, порівняно зі здійсненням політики з імпліцитними номінальними якорями, виконує функціональну роль в забезпеченні цінової сталості, що є вкрай важливою передумовою для стабільного функціонування господарства країни в умовах глобалізації, яка формує сприятливі алокаційні ефекти та посилює конкуренцію та інноваційність бізнесу, отже — продуктивність виробничих факторів та покращення ситуації в системі “інфляція-ВВП-розрив”. Зокрема, це підтверджується тим, що покращення загальної макроекономічної ситуації відбулося не тільки в країнах, де має місце запровадження даного монетарного режиму (табл. 3.20.).

Таблиця 3. 20.

**Макроекономічні наслідки таргетування інфляції**

	Рівень інфляції			Варіація інфляції		
	До переходу на таргетування інфляції	Після переходу на таргетування інфляції	Різниця	До переходу на таргетування інфляції	Після переходу на таргетування інфляції	Різниця
8 країн, де здійснюється таргетування інфляції	8,28	3,05	-5,23	3,52	2,12	-1,41
29 країн, де не здійснюється	7,48	4,68	-2,79	2,75	1,78	-0,96
7 розвинутих країни, де здійснюється таргетування	6,41	2,12	-4,30	2,26	1,49	-0,78
13 розвинутих країни, де не здійснюється таргетування	4,65	2,15	-2,51	1,91	1,05	-0,86
	Зростання ВВП			Варіація зростання ВВП		
8 країн, де здійснюється	2,89	3,56	0,67	1,97	1,61	-0,36



таргетування інфляції						
29 країн, де не здійснюється	3,81	3,83	0,02	2,03	1,69	-0,34
7 розвинутих країни, де здійснюється таргетування	2,41	3,11	0,70	1,95	1,40	-0,55
13 розвинутих країни, де не здійснюється таргетування	2,65	3,17	0,52	1,46	1,34	-0,12

Примітка: 1. Для країн, де не здійснюється таргетування інфляції, порівнюються періоди 1985-1994 рр. та 1995-2003 рр.

Джерело: Ну У. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. — 2003. — №6. — Tabl. 5-6.

Як видно з даних табл. 3.20., покращення макроекономічної ситуації є спільною тенденцією і для країн, де здійснюється таргетування інфляції, і для країн, де — ні<sup>220</sup>. Але, водночас, для перших властиве істотніше зниження інфляції, варіації інфляції та ВВП, та підвищення зростання ВВП, порівняно з другими, що можна вважати наслідком підвищення довіри до центральних банків.

Враховуючи вищесказане, можна виділити кілька глобалізаційних передумов переходу до таргетування інфляції.

По-перше, висновки Л.Лермена та Дж.Мюллера щодо пов'язаності динаміки “світової доларової бази” та товарних цін (див. детальніше параграф 3.1.) можна інтерпретувати як факт того, що передавальні механізми імпорту інфляції є викликом центральним банкам, зорієнтованим на цінову стабільність. Їхні дослідження охоплюють період, який передував переходу до таргетування інфляції, отже описує ситуацію, коли каналами трансмісії “світової доларової бази” на ціни є обмежено плаваючі та квазі-фіксовані валютні курси, екзогенний попит, що, накладаючись на внутрішньокраїнні циклічні процеси, позначається на підвищенні цін тощо. Відповідно, з цього випливає, що таргетування грошової маси та валютного курсу повною мірою не спроможні протистояти експансивній політиці

<sup>220</sup> Зокрема, дослідження згадуваних Кечетті та Ехрманна виявляються, що суттєвої різниці в підвищенні показника відради до варіації інфляції у функції реакцій центральних банків у 9 країнах, що перейшли до даного режиму, та у 14 країнах, що не перейшли, немає: для перших він становить 0,76, а для других 0,75. Див.: Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — №7426. — P. 18.

ФРС, отже режим грошово-кредитної політики повинен відображати подальше вивільнення внутрішньої монетарної ситуації від стану платіжного балансу США на рівні каркасу поведінки центрального банку на грошових ринках.

По-друге, в умовах глобалізації послаблення ефективності таргетування грошової маси, з допомогою якого вдалося стабілізувати інфляцію у багатьох країнах світу, не обумовлюється тільки структурними змінами у сфері грошового попиту, внаслідок чого швидкість обороту грошей стає нестабільною. Можна виділити наступні фактори погіршення якості грошових агрегатів як номінальних якорів монетарної політики в сучасних умовах:

таргетування грошової маси і згідно монетаристської логіки аналізу макроекономічних процесів, заснованій на середньо- та довгостроковому підході, і згідно практики найбільш успішного у даній сфері центрального банку — Бундесбанку — передбачає врахування трендової динаміки основних змінних, включених у параметри визначення грошової цілі. Але в умовах глобалізації швидкі зміни у сфері технологій, продуктивності виробничих факторів, позначаючись на неможливості ефективного прогнозування таких показників як ВВП-розрив та інфляційний розрив, відображають тенденцію до звуження горизонту формулювання політики. Більше того, оскільки глобалізація зумовлює потенційну системну невідповідність між макроекономічними змінними *ex ante* та *ex post*, то це послаблює функціональність кількісного аналізу монетарних процесів, який є домінуючим інструментальним підходом праксеології поведінки центральних банків в розумінні послідовників М.Фрідмена. Що стосується таргетування інфляції, то внутрішня структура даного режиму передбачає скоріше якісний аналіз монетарних процесів із наголосом на тому, що прогноз інфляції стає своєрідною проміжною ціллю центральних банків, зміна якого передбачає зміну кількісного виразу інструментів політики. Відповідно, актуальність короткострокових прогнозів та неможливість здійснювати достовірні середньо- та довгострокові прогнози ситуації у монетарній сфері утворюють цілісний зв'язок між вибором на користь таргетування інфляції та процесами глобалізації;

інновації у сфері інформатизації та прогресуюче застосування електронних грошей, які можуть бути використані у транскордонному режимі, руйнує традиційні уявлення про трансмісійний механізм монетарної політики. З одного боку, це стосується послаблення зв'язку між змінними балансу органів грошової влади та проміжними кількісними цілями, оскільки такі зв'язки трансформуються під впливом розширення можливостей у фінансовому секторі диверсифікувати активи та уникати залежності від ресурсів центрального банку для остаточного збалансування вимог та зобов'язань у платіжно-розрахункових системах, що тільки каталізується процесом поширення запровадження електронних грошей та переходу на систему валових розрахунків у значних масштабах та в режимі реального часу. З іншого боку, поширення е-грошей призводить до послаблення репрезентативності традиційних агрегатів, оскільки їх динаміка може вже не відображати їх загальний зв'язок з трендом номінального доходу і корельованість реальної економічної активності ним<sup>221</sup>;

оскільки необхідність стабільності у сфері грошової пропозиції, що потенційно забезпечується таргетуванням грошової маси, напряду впливає з проблеми лагів, то зростання фінансової та торгівельної відкритості будуть суттєво модифікувати традиційний характер останніх. Це пов'язано з тим, що приплив та відплив капіталів чи тенденції у сфері зовнішнього попиту можуть як підсилювати, так і компенсувати ті інфляційні наслідки монетарних рішень, які потенційно мали би проявлятися через деякий час. Відповідно, контроль за проміжною ціллю не дасть очікуваного результату, що робить більш ефективним пряме таргетування кінцевої цілі, якою є рівень інфляції.

По-третє, оголошення прямих інфляційних цілей суттєво підвищує прозорість політики, що є особливо значимо в умовах прогресуючої інтеграції фінансових ринків. Таргетування процентних ставок та валютних курсів безпосередньо викликає спекулятивні арбітражні переливи капіталів, а таргетування грошової маси не гарантує, що центральний банк досягне кінцевої цілі, та нічого не

---

<sup>221</sup> Детальніше аналіз впливу поширення е-грошей на функціонування трансмісійного механізму монетарної політики в умовах глобалізації див.: Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/184. — P. 35-39.

говорить про те, якою буде її кількісний вираз, і якими будуть його потенційні реакції на динаміку валютних курсів. Відповідно, в умовах глобального розвитку фінансових ринків сам по собі режим монетарної політики може породжувати невизначеність щодо: реальних коротко- та довгострокових процентних ставок в країні, реальних валютних курсів, реальних заробітних плат, реальної доходності активів у даній валюті. Оскільки такі показники є невід'ємними елементами визначення критеріїв інвестиційної привабливості того чи іншого активу, то саме за рахунок масштабів та глобального характеру фінансових операцій, що здійснюються в сучасних умовах, вкрай важливою є спроможність ринків спрогнозувати динаміку згаданих показників на основі оголошеної центральним банком інфляційної цілі. Відповідно, транспарентність останньої та її глобальна доступність справлятимуть позитивний дисциплінуючий вплив на ринки. Так само, транспарентність інфляційної цілі є формою ринкового контролю за самим центральним банком, внаслідок чого його спроможність вдаватись до інконсистентної поведінки з позитивними наслідками для ВВП та зайнятості у короткостроковому періоді звужується.

По-четверте, таргетування інфляції вміщує в собі елементи правила монетарної політики, водночас не будучи ним на операційному рівні<sup>222</sup>. Отже, воно є компромісним варіантом імплементації монетарної політики в світлі дискусії щодо переваг правил чи дискреції в умовах глобалізації. Зокрема, таргетування коридору зростання цін, виключення тих чи інших компонентів з цінового індексу, застереження на випадок шоків та достатньо широка інституціональна варіація формалізованих елементів даного режиму в розрізі країн (детальніше див. додаток Д) відображають його гнучкість, порівняно з правилом, але, разом з тим, даний режим унеможлиблює активістську поведінку центральних банків як системне явище. Останнє є принциповим, з огляду на нейтральність монетарної політики в умовах глобалізації.

---

<sup>222</sup> Зокрема, згадувані Бернанк та Мишкін наголошують на тому, що таргетування інфляції — це каркас політики, а не правило. Див.: Bernanke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // NBER Working Paper. — 1997. — №5893. — P. 8-15.

Закономірність переходу центральних банків до таргетування інфляції і пов'язаність даного явища з глобалізаційними процесами дозволяє відзначити наступне:

незважаючи на послаблення інфляційного зміщення в умовах глобалізації, проблема незалежності органів грошової влади не втрачає актуальності, оскільки реалізація стратегії таргетування інфляції вимагає високого рівня їх автономії у прийнятті рішень. Це пов'язано з тим, що за даного режиму центральний банк орієнтується на широкий набір індикаторів монетарної та макроекономічної сфери, відповідно, послаблення зворотного зв'язку хоча б з одним з них внаслідок намагання досягнути конкуруючих цілей може суттєво ускладнити досягнення інфляційних цілей. Відповідно, перехід до реалізації монетарної політики на основі встановлення прямої інфляційної цілі є імплементаційним продовженням тенденції до підвищення незалежності органів грошової влади;

для ефективної реалізації політики таргетування інфляції є необхідним дві важливих передумови: перехід до плаваючих валютних курсів та ліквідація "фіскального домінування" (тобто такої ситуації, коли бюджетний дефіцит, державний борг, квазі-фіскальні операції та необхідність сеньйоражу детермінують вектор поведінки монетарних органів). Зокрема, саме в умовах глобалізації формуються фундаментальні тенденції відходу від будь-яких форм фіксації валютних курсів з огляду на інтеграцію фінансових ринків та зростання мобільності капіталів та мінімізації бюджетних дефіцитів, які розглядаються як дестабілізуючий фактор в умовах відкритості, особливо міжнародним грошовим потокам. Разом це створює системні передумови для запровадження таргетування інфляції, виникнення яких та набуття ними характеру загальної закономірності, а не індивідуального вибору окремої країни, було би неможливим у позаглобалізаційному контексті;

перехід до даного режиму відображає посилення тенденції до конвергенції у сфері функціонування монетарних органів, що на еволюційному рівні розвитку центральних банків передбачає становлення та поширення їх сучасного історичного типу у багатьох країнах, економічні та інституційні структури яких

продовжують залишатись відмінними. Тобто, глобалізація є фактором того, що монетарна сфера країни стає піонером посилення гомогенності економік, оскільки вона перша стає об'єктом впливу з боку глобальних процесів (відкритість, мобільність капіталів, технологічні інновації, інформатизація бізнесу та платіжно-розрахункових систем тощо). А це породжує тенденцію до конвергенції у сфері макроекономічних орієнтирів та пріоритетів центральних банків (інституціональний аспект даної проблеми розглянутий у попередньому параграфі) та способі їх досягнення, зокрема з огляду на закономірність переходу до таргетування інфляції та релевантність цього процесам глобалізації. Але наявність гнучких інституціональних форм імплементації такого таргетування в розрізі країн дозволяє констатувати, що така закономірність не має ознак лінійності, а зберігає елементи синергії, оскільки враховує індивідуальний формалізований характер адаптації даного монетарного режиму;

здійснення політики на основі встановлення прямої інфляційної цілі радикалізує та утворює тенденцію до переорієнтації центральних банків на досягнення внутрішньої рівноваги. Якщо в рамках відходу від Бреттон-вудської системи та запровадження таргетування грошової маси ця тенденція набула перших якісних ознак, то з переходом до таргетування інфляції вона укорінюється і стає структуроутворюючим фактором організації міжнародного валютного устрою. Більше того, така ситуація відображає суперечливий характер взаємозв'язків між процесами економічної динаміки на рівні окремої країни та макроекономічними орієнтирами центральних банків. З одного боку, відкритість економіки та інтеграція ринків відображають тенденцію до підвищення взаємозалежності господарств у глобальному економічному просторі. З іншого, — вектор монетарної політики продовжує розвертатись у напрямку досягнення внутрішньої рівноваги, незважаючи на те, що фактори зовнішньої рівноваги мали би мати принципове значення в умовах взаємозалежності економік. Це підтверджується як самим визначенням мандатів центральних банків — забезпечення цінової стабільності, визнанням інфляції (як елемента внутрішньої рівноваги) безпосередньою ціллю монетарної політики в рамках її таргетування, так і тенденцією до підвищення кореляції між

фактичними ставками грошового ринку та ставками, обрахованими згідно правила Тейлора, яке повністю спирається на примат внутрішньої рівноваги — показники інфляції та ВВП-розриву (детальніше див. параграф 3.1.);

отже, можна констатувати наявність перманентної тенденції до орієнтації монетарної політики саме на внутрішню рівновагу, ознаки чого мали місце ще за міжнародного золотого стандарту. Однак, в умовах глобалізації така орієнтація передбачає стабілізацію інфляції і уникнення активізму, що суттєво трансформує зміст такої орієнтації, порівняно з попередніми періодами еволюції монетарної політики, коли потреба в досягненні внутрішніх макроекономічних цілей передбачала значно ширший спектр таких цілей, призводячи, в підсумку, до глибоких потрясінь у сфері функціонування міжнародного валютного устрою. Причиною таких відмінностей, на наш погляд, є різний рівень нейтральності монетарної політики та уявлень про неї в світлі того, що така нейтральність багато в чому обумовлюється рівнем відкритості економіки та ступенем її інтеграції зі світовим господарством;

саме на тлі глобалізації спостерігається закономірність — основне завдання центрального банку зближується з безпосереднім орієнтиром або цільовим параметром його політики. Якщо в першу хвилю глобалізації за міжнародного золотого стандарту це реалізовувалось через мандат на забезпечення розмінності паперових грошей за фіксованим курсом щодо золота, то у другу хвилю — через визначення основним завданням монетарних органів підтримання цінової стабільності та таргетування інфляції.

Проте, викликом посиленню акценту на проблемі внутрішньої рівноваги та підвищенню операційного значення інфляційних прогнозів для каркасу монетарної політики, зорієнтованої на підтримання стабільності цін, стає глобалізація фінансових ринків та проблеми фінансових потрясінь, пов'язаних зі змінами вектору руху міжнародних потоків капіталу, флуктуацій цін активів та їх впливу на макроекономічні змінні, що безпосередньо визначають характер поведінки центрального банку.

Зокрема, важливість даної проблеми підтверджується багатьма фактами теоретичного та емпіричного характеру. Наприклад, урядник МВФ С.Інгвес, оцінюючи принциповість проблеми фінансових потрясінь для сучасних центральних банків, зазначає, що впродовж 1990-х рр. на конференціях Фонду, присвячених глобалізації та органам грошової влади, відбувались суттєві зміщення фокусу уваги. Якщо, у 1990 р. основний наголос робився на вплив системних змін у світовій економіці та їх зв'язок з визначенням ролі центральних банків в процесах руху до ринкової економіки, у 1994 р. — на питаннях побудови каркасу монетарної політики, зорієнтованої на цінову стабільність, то впродовж 1997, 2000, 2002 рр. основна увага приділяється впливу фінансової нестабільності, пов'язаною з глобалізацією та її впливом на монетарні інституції і практику їх функціонування<sup>223</sup>.

В емпіричному плані особливо гостро постала проблема впливу флуктуацій фінансових ринків на реальну економічну ситуацію і, відповідно, на характер монетарної політики після падіння ринку високотехнологічних компаній та загального зниження капіталізації фондового ринку. Наприклад, з 2000 р. по 2003 р. “широкий” індекс Євро Доу-Джонс (*Dow Jones Euro Stoxx index*) знизився на 43%. За період з 1999 р. по 2002 р. обсяги первинної емісії акцій на ринках зони євро скоротились на 55%. Подібні тенденції спостерігаються і на ринку корпоративних облігацій. Проте, найбільш волатильним виявився сегмент цінних паперів високотехнологічних компаній, який розглядався як найбільш значимий щодо прояву фінансової глобалізації. Тільки за період з 1999 по 2000 рр. волатильність композитного індексу NASDAQ більш як подвоїлась<sup>224</sup>. Падіння даного ринку відобразило масштаби фінансової нестабільності, викликані швидким зростанням цін активів. Так, порівняно з 2000 р. вартість акцій високотехнологічних компаній знизилась на 70%. Тільки у 2001 р. в Німеччині обсяг операцій на цьому сегменті знизився у 3 рази, у Франції — в 6 разів, у Великій Британії — 4 рази, Італії — в 20 разів. Капіталізація американського ринку NASDAQ у 2000 р. становила 6 млрд. дол. США, а у 2002 — 1,9 млрд. дол. З потрясіннями на валютних та фінансових

---

<sup>223</sup> Ingves S. Introduction // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., Sept. 16-17, 2002 // [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>224</sup> Duisenberg W. New economy, financial markets and monetary policy // BIS Review. — 2003. — №23 // [www.bis.org](http://www.bis.org).



ринках пов'язані структурні кризи у банківських системах в країнах Південно-Східної Азії, Туреччині, Аргентині, Бразилії<sup>225</sup>. Важливість даної проблеми також впливає з того, що на сьогодні постало питання, чи підтримання фінансової стабільності, асоційованої з динамікою фінансових ринків, повинно бути експліцитним завданням центральних банків з відповідними наслідками для специфікації їх цільової функції<sup>226</sup> та з досліджень змін у поведінці монетарних органів під час потрясінь на фінансових, зокрема, фондових ринках<sup>227</sup>.

Що стосується каналів впливу динаміки ціни активів на ситуацію у реальному секторі економіки, то можна виділити три: ефект багатства, відомий з часів А.Пігу, який відображає, що вартість багатства індивіда визначає його поточні рішення щодо споживання та заощаджень; ефект “статей балансу”, згідно якого динаміка вартості фінансових активів у портфелі фірми визначає потенційні обсяги запозичень з інших джерел (наприклад, де такі активи, оцінені за ринковим курсом, виступають як об'єкт застави); так зване  $q$  Тобіна, що визначає спроможність фірм фінансувати інвестиції з огляду на поточні можливості залучення капіталу через фондовий ринок.

Дані канали відображають не тільки вплив коливання вартості фінансових активів на реальні економічні змінні, але й на інфляцію, оскільки, по-перше, динаміка споживчого попиту безпосередньо пов'язана з рухом цін на споживчі товари та з характером завантаження виробничих потужностей у середньостроковій перспективі, по-друге, динаміка інвестицій визначає потенційні масштаби економічного зростання вже у довгостроковій перспективі, а, по-третє, в сукупності дані канали впливають на характер пов'язаності політики центрального банку щодо процентної ставки з трендами сукупного попиту, оскільки усі вони визначають потенційну можливість його зростання з відповідними наслідками для інфляції

---

<sup>225</sup> Проблемы современных финансовых рынков // МЭиМО. — 2003. — №6. — С. 23, С. 25.

<sup>226</sup> Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. — P. 1-13.

<sup>227</sup> Наприклад, відома американська дослідниця монетарної історії А.Шварц доходить висновку, що, починаючи з часів золотого стандарту та враховуючи потрясіння на фондових ринках у останні десятиліття, не існує симетричних та системних реакцій центральних банків на значні зрушення в обсягах капіталізації фондових ринків під час криз, хоча прецеденти акомодатії фінансових шоків існують, що проявляється через зниження процентних ставок та політику підвищення короткострокової ліквідності банків. Див.: Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №9321. // www.nber.org.

безвідносно до змін процентної ставки чи грошової пропозиції. Окрім цього, зазначимо, — тенденції на фондових ринках також є детермінантами поведінки валютних курсів, що особливо актуально в світлі інтеграції міжнародних ринків грошей та капіталів та трансформації міжнародної інвестиційної діяльності, стратегії якої дедалі більше ґрунтуються на засадах глобальної диверсифікації.

Аналіз впливу поведінки коливань цін фінансових активів на діловий цикл та, відповідно, тенденції у сфері інфляції, здійснений американськими економістами С.Кечетті, Г.Генбергом та С.Вадхвані, дозволяє стверджувати, що не існує однозначності щодо того, чи повинен центральний банк системно реагувати на зміни в коливаннях капіталізації на фондових ринках, оскільки відмінний характер шоків та специфікація параметрів реакцій монетарних органів призводить до одержання інколи протилежних результатів<sup>228</sup>. Однак більшість проаналізованих даними економістами моделей та ситуацій не пов'язують генетично дану проблему з глобалізацією і її впливом на фінансові ринки через відкритість міжнародним фінансовим потокам.

Альтернативний підхід німецьких економістів Г.Вагнера та В.Бергера демонструє чітку обумовленість і коливань на фінансових ринках, і їх негативних наслідків для центральних банків, що проводять політику, зорієнтовану на стабільність цін, трансформацією міжнародної інвестиційної діяльності в умовах глобалізації<sup>229</sup>. До характерних ознак такої трансформації відносяться наступні: діяльність на міжнародних ринках пов'язана з вищим рівнем інформаційної асиметрії, внаслідок чого в умовах відкритості та інтеграції ринків неадекватна інтерпретація цінових та інших сигналів викликає зміни у русі капіталу; розширення міжнародних ринків внаслідок інтеграції до них нових учасників призводить до змін у глобальних портфелях за рахунок того, що інвестори приймають рішення про диверсифікацію, виходячи з нових даних про доступні фінансові активи, незалежно від якості попередніх, але при цьому ймовірність того, що інвестор формуватиме портфель за рахунок усіх доступних цінних паперів падатиме тою мірою, якою

---

<sup>228</sup> Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. — 2002. — №8970. // [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>229</sup> Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002 // [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

зростає кількість таких паперів; відповідно, збільшення кількості міжнародно доступних фінансових активів призводить до того, що потоки капіталів стають дедалі більш чутливі до змін у очікуваній доходності.

Внаслідок цього, по-перше, навіть незначні відхилення доходності по одній групі цінних паперів чи на ринку окремої країни від глобальної середньої викликатимуть суттєве зростання волатильності обсягів потоків міжнародних капіталів, по-друге, такі потоки так чи інакше позначатимуться на тому, що одні ринки будуть зазнавати втрат в обсягах капіталізації, а інші, навпаки, нарощуватимуть свою капіталізацію, по-третє, це в сукупності індукуватиме суттєві відхилення трендів цін фінансових активів від трендів фундаментальних макроекономічних змінних країни. Так, Вагнер та Бергер зазначають, що "... процес фінансової глобалізації діє як мультиплікаційний механізм з огляду на те, що чутливість міжнародних потоків капіталів до чутливості ринків зростає. Подальший прогрес фінансової глобалізації визначатиме, що швидкість реакцій міжкраїнних потоків капіталів на зміни очікуваних доходностей ринків зростатиме. Отже, глобалізація призводитиме до зростання волатильності фінансових ринків, яка не пов'язана з фундаментальними процесами"<sup>230</sup>.

Оскільки, з одного боку, відхилення ринкових цін на фінансові активи від фундаментальних тенденцій у макроекономічній сфері, а з іншого, зумовленість таких відхилень процесами диверсифікації глобальних інвестиційних портфелів, відбуваються на рівні окремої країни, то, відповідно, у такий спосіб центральні банки стикаються з проблемою обумовленості динаміки внутрішніх змінних реального сектора ситуацією на фінансових ринках з огляду на функціонування каналів передачі імпульсів з останніх на процеси внутрішнього споживання та інвестування. З огляду на це виникає проблема того, що волатильність фінансових ринків, яка підсилюється глобалізацією, суттєво ускладнює можливість прогнозування майбутньої інфляції, оскільки не відомо наперед, як зростання капіталізації на ринках цінних паперів акселеруватиме споживання та інвестиції і, відповідно, наближення економіки до стану повного завантаження виробничих

---

<sup>230</sup> Ibid. — P. 21.

потужностей, яке і сигналізує про майбутні пошвавлення цін. Так само, невідомо, як спад на фінансових ринках відіб'ється на дефляційних процесах.

Особливо гостро ця проблема стоїть перед центральними банками, що здійснюють таргетування інфляції. З огляду на те, що за такого режиму зміна кількісного виразу монетарних інструментів повинна здійснюватись відповідно до відхилення інфляційного прогнозу від цільового, то неможливість достовірного визначення, як коливання на ринках фінансових активів позначатиметься на перспективній ціновій динаміці, суттєво послаблює стабільність усієї системи таргетування інфляції. Причому, це стосується обох компонентів функції реакції центрального банку — показників інфляції та ВВП-розриву. З огляду на те, що останній показник включається і у прогноз інфляції, і у процес встановлення процентних ставок, то прямий вплив волатильності фінансових ринків через зміни в обсягах споживання та інвестицій на нього додатково підвищує невизначеність щодо оперування монетарними інструментами. Більше того, як вже зазначалось, сам процес глобалізації суттєво підвищує невизначеність щодо прогнозування ВВП-розриву з огляду на швидкі структурні зміни, технологічні зрушення та інтеграцію ринків.

Зазначимо, що вищеописане явище негативних наслідків волатильності фінансових ринків в умовах глобалізації стосується не тільки тих центральних банків, які здійснюють таргетування інфляції. Реалізація монетарних стратегій з альтернативними цільовими змінними також зазнає ерозії з боку швидкоплинних та протилежних за напрямком потоків міжнародного капіталу. У випадку з таргетуванням валютного курсу висока мобільність капіталу взагалі ставить під сумнів можливість жорстко контролювати параметри його коливань. Це пов'язано з тим, що різноспрямовані потоки капіталу суттєво підвищують коливання в обсягах міжнародних активів центральних банків. В результаті зниження обсягів валютних резервів породжуватиме дестабілізуючі спекуляції, а надмірне розростання — пошвавлення інфляції. Також дестабілізуючий вплив на економіку випливатиме з факту змінності величини грошового мультиплікатора, через який передається вплив з боку динаміки грошової бази, обсяги якої прямо визначаються характером

поведінки центрального банку у сфері валютних інтервенцій, на динаміку грошової маси. У випадку з таргетуванням грошової маси волатильні потоки міжнародного капіталу потенційно, по-перше, порушуватимуть зв'язок між грошовою базою та грошовою масою через те, що визначити наперед характер попиту внутрішнього фінансового сектору на гроші та відобразити це у цільових змінах в обсягах грошової пропозиції монетарного органу буде дуже важко, а, по-друге, обрахунок цільового значення приросту грошових агрегатів так чи інакше спирається на прогноз динаміки показника ВВП-розрив та майбутньої інфляції. Отже, для центральних банків вище описані проблеми, пов'язані з волатильністю фінансових ринків в умовах глобалізації, не залежать від каркасу монетарної політики, відображаючи формування середовища, де такі явища матимуть системний характер.

Разом з тим, варто зазначити, що таргетування інфляції за своїм змістом буде кращою альтернативою з огляду на те, що зміна інструментів відобразатиме реакцію на прогнозні дані, тобто випереджатиме розвиток подій за найменш бажаним сценарієм. Це особливо важливо в світлі того, що встановлення процентних ставок відповідно до прогнозу може позначитись на деякому підвищенні самих процентних ставок. На думку урядника Резервного банку Австралії Дж. Макфарлейна, підтримання ставок проценту на рівні, що запобігатиме появу пастки ліквідності, пов'язане саме з таргетуванням інфляції<sup>231</sup>. Відповідно, систематична реакція органів грошової влади на коливання цін на фінансові активи у випадку обвалу фондових індексів може позначитись на встановленні настільки занижених процентних ставок, що монетарна політика втратить свою ефективність. Більше того, оскільки глобалізація створює системне середовище і для неефективності інфляційного зміщення, і для знижувального тиску на ціни внаслідок відкритості, то характер поведінки процентних ставок відображає ситуацію, коли монетарна політика підходить до межі своєї ефективності, а подальше їх зниження, наприклад, внаслідок падіння капіталізації фондових ринків, тільки погіршуватиме ситуацію. Отже, підтримання помірних ставок залишить

---

<sup>231</sup> Macfarlane J. What Does Good Monetary Policy Look Like? // BIS Review. — 2002. — №47 // [www.bis.org](http://www.bis.org).

центральні банки в діапазоні ефективності, а сам процес оголошення прямих інфляційних цілей компенсуватиме надмірні коливання на фінансових ринках. Зокрема, Макфарлейн порівнює динаміку фондових індексів у США та Австралії під час буму на фінансових ринків впродовж 1990-х рр. і стверджує, що наявність системи таргетування інфляції у Австралії та відсутність такої у США є однією з причин, чому американський ринок виявився більш волатильним та переоціненим. В цьому розумінні, перший президент ЄЦБ В.Дуйзенберг більш категоричний, стверджуючи, що мандат центральних банків, в якому чітко зазначається, що їхнім завданням є підтримання цінової стабільності, є найкращим з можливих засобів запобігання розростанню фінансових бульбашок<sup>232</sup>.

Незважаючи на те, що такий висновок передчасно вважати закономірним наслідком таргетування інфляції, встановлення експліцитної інфляційної цілі та більш жорсткі інституціональні рамки реакцій на відхилення прогнозних значень інфляції від цільових, порівняно з випадком, де проміжні орієнтири або інфляційні цілі встановлюються імпліцитно, відображає, що даний монетарний режим потенційно знижує масштаби “втечі” частини сукупного попиту на фінансові ринки. Що ж стосується питання, чи включати параметр коливання фінансових ринків у функцію реакцій центрального банку, то можна стверджувати наступне. Експліцитне включення буде неефективним незалежно від того, як масштабні флуктуації фондових індексів позначатимуться на реальній економіці, оскільки в умовах глобалізації такі коливання носитимуть системний та не прогнозований характер, а за наявності інституціоналізованих зобов’язань центральних банків реагувати на такі зміни це призводитиме не тільки до виникнення проблеми морального ризику, але й до дестабілізуючих спекуляцій. Імпліцитне але системне реагування на коливання вартості фінансових активів в цілому буде подібним за наслідками, але, на нашу думку, додатково посилюватиме невизначеність щодо поточного та майбутнього монетарного курсу. Отже, центральні банки повинні реагувати на ситуацію на фінансових ринках тільки в межах того, як вона може позначитись на майбутній інфляції. Внаслідок цього, параметр фінансових ринків

---

<sup>232</sup> Duisenberg W. New economy, financial markets and monetary policy // BIS Review. — 2003. — №23 // [www.bis.org](http://www.bis.org).

розглядатиметься як один з багатьох індикаторів її короткострокового прогнозування, що, в цілому, відобразить загальну тенденцію до скорочення часового горизонту монетарної політики в умовах глобалізації (розглянуто вище).

Вищевикладені проблеми таргетування інфляції в умовах глобалізації в цілому стосуються усіх країн. Проте, з огляду на те, що застосування даного монетарного режиму має місце і в розвинутих країнах, і в країнах третього світу, макроекономічні та інституціональні параметри яких продовжують відрізнятися, можна констатувати, що центральні банки останніх зустрічаються з рядом додаткових специфічних викликів. По-перше, згідно дослідження А.Фраги, І.Голфейна та А.Мінелли в країнах третього світу спостерігається гірша ситуація щодо альтернативності між варіацією ВВП та інфляцією, порівняно з розвинутими країнами, відображаючи і збереження вищого рівня циклічної орієнтації їх макрополітики, і збереження вищого рівня вразливості до зовнішніх шоків, в першу чергу, до волатильності умов торгівлі. Однією із суттєвих проблем також залишається брак довіри до центральних банків та нерозвинутість інститутів демократії та контролю з боку громадськості за публічними інституціями, що потребує підвищення транспарентності центральних банків як визначального елементу підвищення ефективності таргетування інфляції<sup>233</sup>.

По-друге, базові вимоги, пов'язані із переходом до даного монетарного режиму, а саме — відсутність фіскального домінування та плаваючі валютні курси, в більшості країн, що розвиваються, додержуються тільки мірою інтеграції з міжнародними ринками та глибини внутрішніх інституціональних реформ, зорієнтованих на посилення ринкових методів макроекономічного регулювання. Так, на думку Г.Дебелла, П.Майссона, М.Савастано та С.Шарми проблема фіскального домінування продовжує зберігатись у багатьох країнах з ринками, що виникають, незалежно від того, чи здійснено в них перехід до інфляційного таргетування, оскільки, з одного боку, зберігається інституціональна слабкість щодо запровадження ефективних податкових систем, а, з іншого, — потреба у сеньйоражі

---

<sup>233</sup> Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. — 2003. — №10019 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

(наприклад, тільки в таких країнах з ринками, що виникають, і де здійснюються таргетування інфляції як Ізраїль, Південна Корея, Мексика та Південна Африка, рівень сеньйоражу спів ставний з рівнем у розвинутих країнах)<sup>234</sup>.

Так само зберігається проблема визначення оптимального рівня інфляції, без політичного консенсусу щодо чого, неможлива чітка інституціоналізація переходу центральних банків до даного монетарного режиму та захист їх незалежності при реалізації політики. Варто зазначити, що ця проблема впливає з того, що внаслідок фрагментарної та незначної інтеграції з міжнародною економікою усвідомлення вигод від низької інфляції та відносно слабкий глобалізаційний тиск на її зниження можуть не сформувати критичну масу гомогенності вибору щодо підтримання стабільності цін в розрізі різних соціальних, політичних груп чи навіть різних органів макроекономічної політики. Більше того, недостатній розвиток демократичних інституцій та відповідальності органів влади на тлі чутливості політики до кон'юнктурних обставин роблять центральні банки у країнах третього світу особливо вразливими. Відповідно, оскільки саме з глобалізацією пов'язаний процес підвищення значимості здійснення політики стабільності цін та низької інфляції, то наявність суспільного вибору щодо підтримання низької інфляції та усвідомлення переваг цього відобразатиме і внутрішньокраїнні передумови для створення інституціональних рамкових умов для здійснення політики інфляційного таргетування, і глобалазаційну обумовленість формування таких передумов.

Що стосується переходу до плаваючих валютних курсів, як базової вимоги при запровадженні таргетування інфляції, то ефективність останнього ускладнюється з огляду на те, що довіра до центральних банків у найбільш розвинутих країнах третього світу внаслідок інституціональних реформ, покликаних підвищити їх незалежність, тільки формується, внаслідок чого валютна субституція продовжує виконувати роль страхування від інфляції. Так само дані країни є більш вразливими щодо спекулятивних атак, оскільки їхня схильність контролювати параметри коливань валютних курсів потенційно зберігається, а можливості

---

<sup>234</sup> Debelles G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy // IMF Economic Issues. — 1998. // [www.imf.org](http://www.imf.org).



протиставити валютні резерви глобальним потокам міжнародного капіталу продовжують залишатись недостатніми. Разом з тим, саме здійснення політики стабілізації і контролю за інфляцією справлятиме позитивний вплив на вирішення суперечності між прямим її таргетуванням та коливаннями валютного курсу. Це обумовлюється тим, що країни, що розвиваються, більшою мірою залежать від експортних надходжень, отже реальна ревальвація їхніх валют суттєво впливає на загальне послаблення не тільки платіжного балансу, але й усієї макроекономічної системи. Відповідно, здійснення політики підтримання стабільності цін та підвищення довіри до центральних банків позначатиметься і на усуненні інфляційної передумови для прогресування реальної переоцінки вартості валют, і на коливаннях валютного курсу, оскільки ризики дестабілізуючих спекуляцій будуть усуватись мірою підвищення ефективності монетарної політики та її транспарентності.

По-третє, суттєвим викликом ефективності таргетування інфляції у країнах третього світу залишаються наслідки фінансової репресії, здійснюваної в рамках реалізації доктрини дивелопменталізму. Внаслідок цього: фінансові ринки виявляються не достатньо глибокими, кількість інструментів на них незначна, а домінуючими цінними паперами можуть бути облігації державного боргу, які розповсюджуються за схемами, які не рідко містять елементи (ринкового чи неринкового) примусу; банківський сектор зберігає свою вразливість до структурних зрушень та фінансових потрясінь, особливо тих, що пов'язані з процесами фінансової та валютної лібералізації, через що підтримання інфляційної цілі може конфліктувати з виконанням функції кредитора останньої інстанції.

По-четверте, разом і нерозвинуті фінансові ринки, і вразливі банківські системи послаблюють прогнозованість функціонування механізму монетарної трансмісії, роль якого важлива як при таргетуванні грошової маси у вигляді проміжної цілі, так і інфляції напрямку. Але в останньому випадку, як вже зазначалось, принциповим операційним елементом такого режиму є встановлення монетарних інструментів відповідно до змін в рівнях очікуваної інфляції. З огляду на те, що елементи імпліцитного контролю за валютним курсом зберігаються, то

дуже важко визначити, на що реагуватиме центральний банк, встановлюючи інструменти: на прогноз інфляції, чи на відхилення валютного курсу від бажаного рівня. У випадку, коли вони збігаються, то це робить проблему валютного курсу окремим випадком загальної парадигми моніторингу усіх змінних, які можуть вплинути на майбутню інфляцію. Але у випадку, коли вони не збігаються, то суттєвим негативним наслідком буде послаблення транспарентності політики та погіршення зв'язку між інструментами та цілями, внаслідок чого ефективність трансмісійного механізму зазнаватиме прогресуючого зниження.

Тим не менше, закономірності становлення сучасного історичного типу центральних банків у країнах третього світу, відобразатимуть подальше підвищення значення глобалізації для переходу до таргетування інфляції, підвищення транспарентності та здобуття довіри з огляду на наростаючу інтеграцію таких країн з міжнародними ринками.

Окрім системних змін на макроекономічному рівні реалізації монетарної політики, викликаних глобалізацією, вона справляє суттєвий вплив і на характер функціонування системи інструментів центральних банків, — тобто на операційний рівень. Так, можна виділити наступні тенденції трансформації системи монетарних інструментів під впливом глобалізації.

По-перше, суттєво знизилась роль мінімальних обов'язкових резервів при здійсненні монетарної політики. Зазначимо, що таке зниження ролі проявляється як щодо зменшення норм обов'язкового резервування, так і щодо подальших змін в методології застосування даного інструменту (див. додаток Е). З одного боку, зниження величини норм резервування та реформування даного важеля монетарної політики відбувається під впливом трансформації системного каркасу монетарної політики внаслідок відходу від таргетування грошових агрегатів. Наприклад, реформи системи обов'язкового резервування у США та Німеччині та ряді інших країн наприкінці 1970-х початку 1980-х рр. відображали намагання знизити тягар по резервуванню для банківських структур з одночасним розширенням бази для резервування так, щоб посилити зв'язок між динамікою банківських вільних активів і грошовою масою, зокрема через підвищення прогнозованості попиту банків на

пропозицію центрального банку, виражену у змінах грошової бази, яка, у свою чергу, через мультиплікатор передає вплив на динаміку широких грошових агрегатів<sup>235</sup>. Проте подальші реформи даного інструменту відображають відхід від монетаристського операційного каркасу грошово-кредитної політики в напрямку послаблення контролю за кількісними величинами, що змінило роль обов'язкових резервів в заходах центральних банків. Зокрема, послаблення ролі системи обов'язкового резервування впливає з: структурних змін у фінансовому секторі під впливом глобалізації; трансформації попиту банків на ресурси центрального банку в світлі посилення інтеграції фінансових ринків; підвищенні ролі процентних ставок в світлі розбудови таких операційних каркасів монетарної політики, які би дали змогу впливати на очікування майбутньої інфляції, та, зрештою, переходу до таргетування інфляції, де процентним ставкам відводиться ще й сигнальна роль. Проте, дані зміни напряму впливають з процесів глобалізації та фінансової інтеграції, отже, індуковані нею не менше, ніж зміни на макроекономічному рівні монетарної політики.

Тим не менше, існує інший аспект мінімізації ролі обов'язкових резервів в системі інструментів монетарної політики, який також напряму пов'язаний з глобалізацією, хоча меншою мірою впливає з характеру трансформацій поведінки центральних банків в нових умовах. Наприклад, фахівець Банку міжнародних розрахунків Е.Боріо констатує, що “розвиток міжнародних ринків відображає подальшу втрату ефективності податкових аспектів даного інструменту в світлі того, що його застосування є відчутним інституціональним тягарем, який спотворює конкуренцію між національними та закордонними структурами в умовах, коли така конкуренція наростає”<sup>236</sup>. Фактично це означає, що політика мінімізації обов'язкових резервів розглядається як елемент стратегії конкуренції за розміщення банківського бізнесу та приплив міжнародних капіталів, стаючи в ряд з такими елементами даної стратегії як зниження податкового тягаря, мінімізація інфляції, структурні та інституціональні реформи, спрямовані на посилення відповідальності

<sup>235</sup> Детальніше див. наше дослідження: Козюк В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Т.: Астон, 2001. — С. 99-102, С. 138-139.

<sup>236</sup> Borio E. The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey // BIS Economic Papers. — 1997. — №47. — P. 46.

та підвищення стабільності макроекономічної політики, що, в цілому, визначає загальний вектор поведінки країн в умовах глобалізації та високої мобільності міжнародних капіталів.

По-друге, виникнення та розвиток феномену електронних грошей, відображаючи технологічний аспект глобалізаційних процесів, трансформуючи трансмісійні механізми, суттєво позначається на ефективності усталених систем монетарних інструментів. Перш за все, це стосується того, що можливість створення платіжних засобів, непов'язаних з монополією центрального банку на емісію, суттєво вивільняє фінансово-банківські структури від потреби звертатись до нього з метою підвищення короткострокової ліквідності. Також, незалежнення від пропозиції грошей центральним банком на операційному рівні пов'язується із поступовим переходом на систему валових розрахунків, коли потреба в остаточному врегулюванні вимог та зобов'язань в платіжних системах за рахунок коштів органів грошової влади знижується до мінімуму. В підсумку це призводить до: послаблення залежності між встановленням інструментів, зміною статей балансу центрального банку та поведінкою фінансово-банківських структур з подальшими наслідками для руйнації контролю за грошовою пропозицією і, зрештою, процентними ставками та інфляцією; підвищенням не прогнозованості в поведінці банків, адже їхній попит на грошову пропозицію центральних банків знижуватиметься, що погіршує ефективність трансмісійного механізму; підвищення волатильності грошового обігу, на який центральний банк зможе впливати з дедалі меншою ефективністю через діючу систему монетарних інструментів. Наприклад, розвиток електронних грошей вже позначився на трансформації операційних процедур в таких країнах як Нова Зеландія, Канада, Австралія, Японія тощо в напрямку послаблення ролі традиційних ринкових регуляторів коливань процентних ставок та підвищення ролі “канальної системи”. Її зміст полягає в тому, центральний банк підтримує постійно діючі інструменти пропозиції та вилучення ліквідності з ринку за фіксованими ставками. (Так, постійно діючий механізм надання кредитів визначає верхню межу коливання ринкових ставок, а депозитний механізм — нижню). Можна стверджувати, що наявність каналної системи впливу на ринкові процентні ставки існує в арсеналі

центральної банків більшості країн, але підвищення її ролі в системі монетарних інструментів пов'язано саме з поширенням е-грошей. Проте, основна відмінність в даному випадку полягатиме в тому, що строки, за якими функціонують кредитно-депозитні механізми каналної системи постійно звужуються, а з метою транспарентності потреба оголошувати цільову ставку підвищується. На думку відомого теоретика проблеми електронних грошей М.Вудфорда тільки операції overnight будуть ефективні для встановлення каналів, в стінах якого коливатимуться ринкові процентні ставки<sup>237</sup>. Відповідно підвищення ролі короткострокових інструментів в операційних процедурах суттєво звужує горизонт монетарної політики, потенційно підвищуючи її вразливість до тривалих системних шоків. З одного боку, таке звуження відповідає загальному звуженню її горизонту в умовах глобалізації (див. вище), але, в підсумку, саме за рахунок домінування операцій з інструментами короткострокової дії загальна стійкість усієї панорами грошово-кредитного регулювання може послабитись з огляду на втрату глибини впливу на фінансово-банківський сектор.

По-третє, в умовах домінування фіскальної політики, зорієнтованої на обмеження зростання державного боргу, як негативної ознаки фінансів суспільного сектора в глобалізаційних процесах, економічна база для операцій відкритого ринку звужується. Зниження загальних обсягів капіталізації ринку державних облігацій, на думку дослідника МВФ М.Зельмера, неодмінно позначиться на тому, що операції з ними в арсеналі центрального банку вже не будуть так глибоко впливати на увесь фінансовий сектор, як це мало місце ще впродовж 1980-х та 1990-х рр.<sup>238</sup>. Це пов'язано з тим, що звуження даного ринку позначається на трансформації зв'язків між ним та інвестиційними стратегіями фінансових компаній, інструментарієм управління ліквідністю банківських структур, попитом населення на ті чи інші фінансові активи тощо. Відповідно, внаслідок цього зміни на ринку державного боргу, викликані наступальними чи захисними операціями монетарних органів, вже не будуть еластично ретранслюватись на ситуацію у сфері ліквідності у фінансово-

<sup>237</sup> Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money // NBER Working Paper. — 2000. — №7853, та Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy // NBER Working Paper. — 2001. — №8674 // [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>238</sup> Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/7. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

банківському секторі та на рішення щодо споживання, інвестицій та заощаджень у реальному секторі. Але, з одного боку, збереження значних бюджетних дефіцитів у США, Франції, Японії та Німеччині впродовж 1999-2004 рр. зумовлює ситуацію, коли операції відкритого ринку зберігатимуться в системі монетарних інструментів, з огляду на те, що база для їх проведення не зазнала повної ерозії. З іншого, — як показав досвід США у 2003 р., в умовах, коли фінансові ринки функціонували за помірних чи мінімальних дефіцитів, існує тенденція до суттєвого зниження попиту на державні облігації з огляду на порушення стандартних стереотипів про їх безризиковий статус, що негативно позначається на ефективності їх застосування в операціях з центральним банком. Як наслідок, формується тенденція до підвищення значення боргових інструментів приватного сектора в операціях відкритого ринку, ломбардного рефінансування, заставного РЕПО, що знайшло відображення в практиці Банку Японії, ЄЦБ, ФРС тощо.

По-четверте, валютна уніфікація в рамках ЄВС та посилення орієнтації на плаваючі курси на міжнародному рівні відобразилось на зниженні ролі застосування монетарних інструментів з метою контролю за курсовими коливаннями, коли і встановлення процентних ставок, і політика на банківську ліквідність тощо здійснювалися з поправкою щодо динаміки валютних ринків. Більше того, утвердження політики стабільності цін, як інституціоналізованої макродоктрини сучасних центральних банків, звело до мінімуму, якщо не повністю скасувало, застосування валютних свопів.

По-п'яте, підвищилась транспарентність операційних процедур та роль сигналів, з допомогою яких центральні банки опосередковано інформують учасників ринків про майбутній напрям монетарної політики. Внаслідок цього ринкові процентні ставки швидко адаптуються до майбутніх змін у грошовій пропозиції, виконуючи роль автоматичного стабілізатора при гасінні інфляційних очікувань чи при контролі за надмірно експансивними намірами органів грошової влади. Причому, така автоматична стабілізація відбувається вже на операційному рівні. Окрім цього, побудова системи інструментів із сигнальними властивостями

дозволяє суттєво мінімізувати втрати фінансових посередників, оскільки в поточних діях відобразатимуться майбутні тенденції щодо реальних процентних ставок.

По-шосте, суттєво зростає роль операцій РЕПО як найбільш гнучких та таких, що дозволяють забезпечити тонкий вплив на ситуацію на грошових ринках. Зростання важливості даного інструмента також обумовлюється необхідністю підтримання ринкового утворення процентних ставок, на тлі тенденції до скорочення часового горизонту прийняття управлінських рішень в рамках досягнення операційних цілей монетарної політики.

Отже, на операційному рівні монетарної політики простежуються тенденції становлення сучасного історичного типу центральних банків, що виражається трансформацією його підсистемних складових — системи монетарних інструментів, які тісно пов'язані з процесами глобалізації.

Зазначені процеси є загальними закономірностями трансформації інструментів центральних банків в умовах глобалізації, які відображають значущість її конвергенційного потенціалу. Разом з тим, саме на операційному рівні монетарної політики спостерігаються певні суперечливі тенденції. Так, якщо на макрорівні її реалізації основний характер суперечностей впливає з того, що її прогресуюча зорієнтованість на фактори внутрішньої рівноваги відбувається на тлі підвищення відкритості, інтеграції та взаємозалежності економік, отже така закономірність формує відносно гомогенний простір макроекономічних пріоритетів центральних банків та його втілення у конкретні схеми побудови монетарних режимів, то на операційному рівні такої гомогенності не спостерігається, оскільки побудова системи монетарних інструментів та її методологія продовжують варіювати в розрізі країн. Окрім цього, глобалізація створює передумови для появи суперечливих тенденцій у сфері застосування кожного інструмента окремо.

Відсутність яскраво вираженої тенденції до уніфікації операційних процедур центральних банків в умовах глобалізації йде в супереч з такими конвергенційними трендами як підвищення їх незалежності, транспарентності, відповідальності та довіри до них, делегування мандату на забезпечення цінової стабільності, що разом уособлює прояв структурних елементів сучасного історичного типу монетарних

органів. Більше того, таке явище йде врозріз із процесами інтеграції фінансових ринків, уніфікації регуляторних процедур, підвищенням ролі спільності принципів в здійсненні економічної політики. Можна стверджувати, що суттєві відмінності в процедурах монетарної політики на операційному рівні (на тлі практично цілковитої гомогенності щодо її кінцевого результату, вираженого у орієнтації на стабільність цін, мінімізацію коливань ВВП, стабілізацію процентних ставок тощо) залишаються своєрідним останнім бастионом у сфері функціонування центральних банків на шляху конвергуючої сили глобалізації.

Так, фахівці Банку міжнародних розрахунків Д.Бленк, Г.Хаско, С.Хілтон та К.Масакі прямо вказують на те, що наявність багатьох відмінностей в операційних процедурах визначається “історичними традиціями, а не експліцитним вибором дизайну системи монетарних інструментів”<sup>239</sup>. Така ситуація обумовлюється рядом обставин: по-перше, незважаючи на те, що сам набір монетарних інструментів суттєво не змінюється вже впродовж кількох десятиліть, їх комбінації та методології кожного з інструментів продовжують корелюватись індивідуальним підходом кожного центрального банку; по-друге, такий індивідуальний підхід впливає з традицій розвитку фінансово-банківського сектора країни, а також його специфічних структурних та інституціональних елементів, які, незважаючи на глобалізаційні процеси, продовжують зберігати національні особливості, попри космополітизм бізнес-стратегій та можливості глобальної диверсифікації активів та пасивів; по-третє, платіжні технології та офіційні (централізовані) платіжні системи та порядок операцій в них також визначаються національною специфікою, внаслідок чого характер попиту та пропозиції ліквідних ресурсів зберігатиме свою обумовленість тим, як монетарні органи будуть здійснювати процес впливу на поточну ситуацією на грошових ринках; по-четверте, національна специфіка фінансово-банківського сектору та платіжних систем формує ситуацію, коли спектр ефективного застосування монетарних інструментів визначається не тільки самим центральним банком, але й тими фінансовими структурами, які підпадатимуть під

---

<sup>239</sup> Blenck D., Hasko H., Hilton H., Masaki K. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem // BIS Papers. — 2002. — №9. — P. 23.



прямий вплив з боку застосування таких інструментів, тобто зворотній зв'язок багато в чому залишається важливою детермінантою специфікації конкретних монетарних інструментів та їх застосування як системи; по-п'яте, роллю депозитів та грошових потоків уряду в процесах визначення попиту та пропозиції на грошових ринках.

На агрегованому рівні відмінний характер монетарних інструментів, що застосовуються центральними банками, відображається структурою їх балансу (див. табл. Е.1. додатку Е). Як видно з даної табл., структура балансу центральних банків указаних країн суттєво різниться між собою. Зокрема, можна виділити такі принципові моменти, які є характерними щодо визначення особливостей монетарної політики та її інструментів: 1) частка чистих зовнішніх активів суттєво варіює в розрізі країн, що відображає потенційне значення валютних резервів для політики валютного курсу (за виключенням Норвегії, де 94% рівень активів її центрального банку, що припадає на валютні резерви, зумовлюється наявністю значних експортних надходжень від продажу енергоносіїв); відносно незначні обсяги зовнішніх активів у найвпливовіших центральних банках світу (ФРС, ЄЦБ, Банк Англії, Банк Японії тощо), порівняно з внутрішніми активами, відображають зниження ролі систематичної політики впливу на валютний курс та домінування операцій на внутрішніх ринках; 2) частка урядових облігацій в активах центральних банків даних країн також суттєво варіює, відображаючи відмінне значення операцій відкритого ринку при здійсненні політики впливу на банківську ліквідність; зокрема, чим більше домінуюче значення має політика відкритого ринку в системі операційних процедур, тим менш значимим є постачання ліквідності через інструменти рефінансування, що говорить про ступінь розвитку фінансових ринків та їх значення для трансмісійних механізмів порівняно з прямими каналами впливу на фінансовий сектор через рефінансування банків.

Варто зазначити, що основний характер відмінностей у системі монетарних інструментів впливає із зв'язку між трьома її складовими: обов'язковими резервами, операціями відкритого ринку та рефінансування. Взаємодія даних ключових важелів і визначає принципові риси побудови каркасу операційних

процедур в розрізі країн, що ще тривалий час буде знаходитись під впливом власного історичного розвитку. Така ситуація обумовлюється тим, що саме ця тріада визначає характер взаємодії центрального банку та фінансово-банківського сектора у сфері управління ліквідністю, через що справляється вплив на динаміку монетарних змінних. Відповідно, диференціація методології застосування кожного з окремих елементів даних інструментів і призводитиме до суттєвих відмінностей в операційних процедурах. Наприклад, підтримання обов'язкових резервів так чи інакше призводить до пікових стрибків попиту на короткострокову ліквідність, потенційно провокуючи волатильність процентних ставок. Враховуючи потребу мінімізації останньої з метою недопущення невірної трактування ринковими агентами характеру поведінки центрального банку (тобто, чи викликана динаміка процентних ставок систематичними чи дискреційними змінами у політиці щодо ліквідності грошового ринку), згладжування коливань ринкових ставок досягатиметься або за рахунок операцій відкритого ринку, або за рахунок операцій рефінансування. Окрім цього, домінування операцій відкритого ринку чи рефінансування визначатиметься тим, наскільки кожен з даних інструментів глибше впливатиме на поточну ситуацію та дозволитиме апроксимувати короткострокові монетарні тренди у цільовому напрямку. А оскільки глибина такого впливу детермінується національною специфікою організації та структури фінансового ринку, то, відповідно, це і зумовлюватиме характер відмінностей у всій системі монетарних інструментів. Наприклад, ставки резервних вимог у США виконують більш важливу роль, ніж у Японії чи в зоні євро, з огляду на збереження в системі їх побудови елементів попередньої орієнтації на контроль за кількісними змінними. Внаслідок цього, у США операції рефінансування (зокрема, переоблік векселів) виконують додаткову функцію по згладжуванню коливань процентних ставок, тоді як принциповий вплив на стан ліквідності забезпечується операціями відкритого ринку, які здійснюються часто і в значних масштабах. У Японії, навпаки, основне навантаження по впливу на ліквідність виконують операції рефінансування, тоді як операції відкритого ринку проводяться в незначних обсягах, але дуже часто, внаслідок чого через них забезпечується згладжування процентних ставок. ЄЦБ

визначає ситуацію у сфері ліквідності через базові інструменти рефінансування, тоді як операції відкритого ринку (зокрема, операції аутрайт) покликані забезпечити структурний вплив на фінансовий сектор, внаслідок чого вони не проводяться часто та в значних обсягах<sup>240</sup>.

Що стосується відмінностей у сфері окремих інструментів, то їх можна визначити, виходячи зі специфікації останніх: обов'язкові резерви — ставка, строк виконання, активи, що можуть зараховуватись замість суми резервування, нарахування процентів тощо; офіційна процентна ставка — за яким саме інструментом вона оголошується; рефінансування — види кредитів, види забезпечення, характер визначення процентних ставок, систематичність тощо; операції відкритого ринку — види цінних паперів, строки укладання угод, характер визначення процентних ставок, систематичність тощо (детальніше відмінний характер монетарних інструментів демонструють дані додатку Е).

Як вже зазначалось, глобалізація справляє суперечливий вплив на кожен монетарний інструмент окремо. Це пов'язано як з проблемами, що впливають з подальшої інформатизації фінансових трансакцій, так і з тим, що фінансові ринки продовжують інтегруватись та трансформуватись. Табл. 3.21. узагальнює дані процеси.

*Таблиця 3.21.*

**Суперечливий вплив глобалізації на інструменти монетарної політики**

Монетарний інструмент	Фактори, що зумовлюють підвищення значення інструмента	Фактори, що зумовлюють зниження значення та ефективності застосування
Обов'язкові резерви	В умовах подальшого поширення е-грошей та посилення незалежності грошової пропозиції від змін балансу центрального банку, роль обов'язкових резервів зростатиме. Це пов'язано з тим, що якщо емітенти е-грошей підпадуть під вимоги по резервуванню, то це посилить можливості монетарних органів справляти вплив на грошовий ринок, зокрема посилить зв'язок між грошовою пропозицією та попитом на ресурси центрального банку. Розширення бази, що підпадатиме під резервування, також стабілізуватиме попит національних фінансових інституцій на ресурси центрального банку в світлі підвищення мобільності капіталів. Оскільки останнє гомогенізуватиме процентні ставки на	Послаблення зв'язку між грошовою базою і широкими грошовим агрегатами та ними і інфляцію нівелює принципове значення резервних вимог в системі таргетування грошової маси. Резервні вимоги сприймаються як тягар фіскального характеру, що позначається на втечі банківських капіталів та не завжди ефективній структурній трансформації фінансового сектора. Відволікання значних ресурсів на виконання вимог по резервуванню позначається на волатильності процентних ставок, що може спотворювати інфляційні очікування та призводити до непов'язаних з фундаментальними процесами переливів капіталу. Можливості банків по диверсифікації пасивів суттєво зросли, удосконалення платіжних систем зменшує обсяги поточних пасивів, поширення е-грошей вивільняє обумовленість грошової пропозиції станом

<sup>240</sup> Ibid. — P. 23-35.

	грошових ринках, то наявність резервних вимог зберігатиме елементи обумовленості зв'язку між рішеннями центрального банку та їх динамікою.	пасивів, внаслідок чого база по резервуванню знає ерозії.
Процентна ставка	В умовах переходу до каркасу монетарної політики, зорієнтованої на вплив на інфляційні очікування, роль ставки центрального банку різко підвищується. Її сигнальні властивості є принциповим елементом в системі транспарентності та комунікації з ринками.	В умовах вирівнювання та гомогенізації ставок грошового ринку і, що особливо важливо, довгострокових ставок, офіційні ставки центральних банків втрачають своє значення для впливу на процеси у реальному секторі економіки. Їх значення зберігається тою мірою, якою продовжуватиме зберігатись зв'язок між довго- та короткостроковими ставками, з огляду на те, що останні знаходяться під щільним контролем центрального банку, тоді як перші більшою мірою вирівнюються під впливом глобалізації.
Операції відкритого ринку	В умовах сек'юритизації фінансово-банківського сектора підвищується роль впливу на стан ліквідності через операції, що здійснюються на ринку безпосередньо. В системі таргетування інфляції важливим є процес і ринкового утворення процентних ставок і згладжування їх коливань, що досягається через операції відкритого ринку, оскільки тут вплив на банківську ліквідність є найбільш непрямою. Політика забезпечення цінової стабільності потребує розвинених інструментів оперативного вилучення ліквідності, що дозволяють здійснювати інструменти відкритого ринку.	Звуження ринків державних цінних паперів як найбільш ліквідних та важливих для формування тенденцій на фінансових ринках призводить до послаблення можливостей ефективного застосування інструментів державного боргу в ринкових операціях. Це призводитиме до подальшого розширення спектру фінансових інструментів, що будуть застосовуватись в операціях з центральним банком, хоча це актуалізує проблему морального ризику та найімовірніше загострюватиме ефект "домашнього зміщення", що погіршуватиме глобальну алокацію фінансових ресурсів. Окрім цього, інтеграція фінансових ринків послаблюватиме вплив операцій відкритого ринку, що здійснюються центральним банком, з огляду на підвищення волатильності фінансових потоків. В такій ситуації буде важко ідентифікувати ситуацію, чи процеси на відкритих ринках зумовлені мобільністю капіталів, чи діями центральних банків.
Рефінансування	Збереження необхідності здійснення політики обов'язкових резервів та вирівнювання процентних ставок на тлі послаблення ефективності операцій відкритого ринку підвищуватиме значення рефінансування. Також його значення буде зростати в світлі розбудови "канальної системи" визначення процентних ставок. З огляду на гомогенізацію ставок на ринках, саме через рефінансування буде досягатись вплив процентної політики центрального банку на внутрішню економічну ситуацію, хоча б частково послаблюючи значення екзогенних факторів.	Потреба в рефінансуванні з боку банків в умовах глобалізації може знижуватись, оскільки доступність альтернативних джерел формування пасивів зростає. Зокрема через це строківість інструментів рефінансування продовжуватиме знижуватиметься, тягнучи за собою послаблення обумовленості довгострокових ставок заходами з рефінансування та процентною політикою центрального банку.
Власні боргові інструменти (включаючи депозити)	Контроль за інфляцією вимагає наявності розвинених інструментів вилучення ліквідності, а побудова "канальної системи" передбачає наявність постійно діючих депозитних механізмів з метою визначення нижньої межі коливання ставок грошового ринку.	Те саме.

Варто зазначити, що, незважаючи на суперечливий вплив глобалізації на систему монетарних інструментів, їх ефективність продовжуватиме зберігатись за

рахунок змін їх специфікації, характеру застосування, домінування в такій системі тощо, відображаючи збереження принципу національної обумовленості розвитку монетарних процесів.

Отже, глобалізація, справляючи реальний вплив на макроекономічні процеси, стає детермінантою системних реформ центральних банків та монетарної політики. Радикальні зміни макроекономічного оточення органів грошової влади, проаналізовані у даному розділі, відображають аспекти системних змін у сфері їх функціонування на рівні окремої країни, що потребує дослідження валютно-курсних процесів у міжнародній економіці та виявлення закономірностей їх впливу на трансформацію центральних банків.

## **РОЗДІЛ 4. ЦЕНТРАЛЬНІ БАНКИ ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ КРАЇН В СИСТЕМІ РИНКОВОГО РЕФОРМУВАННЯ ЕКОНОМІКИ**

### **4.1. Фактори та тенденції розвитку центральних банків в процесі ринкової трансформації**

Вплив глобалізації на розвиток центральних банків та монетарної політики у постсоціалістичних країнах суттєво відрізняється від того, як він має місце у розвинутих країнах чи в більшості країн, що розвиваються. Основна причина цього полягає у принципових відмінностях між вихідним статусом та функціональним призначенням органів грошової влади у економіках, що зазнають ринкової трансформації, та напрямком і характером розвитку їх системи та підсистемних компонентів. Як наслідок, процеси глобалізації будуть накладатися на загальні закономірності трансформації центральних банків у постсоціалістичних країнах, інколи підсилюючи процес ринкового реформування економіки, інколи виступаючи як самодостатній чинник їх еволюції.

Однією з найпринциповіших закономірностей ринкової трансформації монетарного сектора постсоціалістичних країн є те, що відбувається радикальна структурна, інституціональна та функціональна перебудова естатичної моделі грошового обігу та банківської системи в напрямку перетворення їх на взаємопов'язані, але функціонально відокремлені, одиниці, що діють на ринкових засадах. Більше того, сам факт переведення функціонування грошового обігу та банківництва на ринкові рейки потребував становлення такої моделі організації центрального банку, за якої останній би виконував макроекономічні функції, тобто був відділений від безпосередніх стосунків з мікроєдиницями реального сектора, а стосунки з мікроєдиницями фінансово-банківського сектора мали би будуватися на засадах розвитку грошового ринку, що опосередковує такі стосунки через механізм врівноваження грошового попиту та пропозиції. У свою чергу, набуття функціонуванням центрального банку у трансформаційній економіці макроекономічного виразу супроводжується не тільки структурними змінами, але й інституціональними. В даному випадку, такі інституціональні зміни впливають, з одного боку, з того, що мірою розвитку демократичних засад політичної організації влади здійснення макроекономічних заходів починає підпорядковуватись

домінантним принципам ухвалення рішень через систему політичних ринків, а отже, потрібна формалізація статусу центрального банку, що перетворює його в політичний інститут. З іншого боку, інституціональний формат самого центрального банку знаходиться у двосторонньому зв'язку з його структурно-функціональною диспозицією в економічній системі країни (тобто, мандат центрального банку позиціонує його в системі макроекономічного регулювання, а політичний вибір щодо системи макрорегулювання імплементується через делегування того чи іншого мандату).

Як наслідок, відомі чотири ролі центрального банку в ринковій економіці (роль емітента грошей, банку банків, банкіра уряду, управляючого золотовалютними резервами) починають кристалізуватися в процесі ринкової трансформації з тої первісної форми, яка була виразом системної організації зовсім іншого типу економіки. В розрізі указаних ролей можна навести наступні принципи відмінності:

формально емісія грошей у плановій та ринковій економіці збігається в технічному аспекті. Втім, з огляду на відмінний функціональний статус грошей абсолютно відмінними є макроекономічні передумови, параметри, засади та канали емісії. На думку відомого дослідника перехідних економік О.Бузгаліна, в плановій економіці гроші виконували роль облікових одиниць<sup>241</sup>. Отже, їх емісія була технічним елементом забезпечення еластичності функціонування облікової системи. В ринковій економіці емісія грошей передбачає обслуговування потреб економічних агентів у готівці з огляду на пристосування їх ліквідності до рівноважних умов на грошовому ринку, які, у свою чергу, є продуктом активності центрального банку, що спрямовує динаміку процентних ставок, грошової маси та валютних курсів у напрямку, який відповідає вектору монетарної політики;

роль банку банків та кредитування останньої інстанції за умов функціонування монобанківської системи виконуватись не могла в принципі. Мінімальною передумовою для виконання такої ролі є становлення дворівневої

---

<sup>241</sup> Бузгалін А.В. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономике. — М.: Таурис; Просперус, 1994. — С. 275-280.

банківської системи та повне функціональне відокремлення фінансів банків як господарюючих суб'єктів і емісійної активності центрального банку. В умовах останніх років планової економіки, коли вже працювала система державних банків на засадах господарського розрахунку, виконання цієї ролі також не мало макроекономічного змісту, оскільки не відображало процесів формування банківської ліквідності на засадах ринкової рівноваги. Отже, тільки створення дворівневої банківської системи, формування ринку грошей та переведення стосунків центрального банку з банками у функціональну площину монетарної політики створило рамкові умови для виконання цієї ролі;

роль банкіра уряду в командній економіці не виконувалась взагалі, оскільки центральний банк був скоріше касиром уряду, ніж банкіром. Оскільки в такій економіці гроші виконували роль облікових одиниць, то вони інтегрували в собі принцип технічного забезпечення м'яких бюджетних обмежень уряду, виступаючи касовим підкріпленням реалізації різного роду планів та функціонування державних фінансів. Відповідно, виконання ролі банкіра уряду в ринковому розумінні передбачало не тільки відповідну структурну трансформацію самого центрального банку, але й радикальну перебудову усєї системи державних фінансів. В даному випадку, інституціональний фактор відіграє принципову роль, оскільки тут мова йде про функціональний поділ відносно відокремлених елементів механізму макроекономічної політики, яка визначається в процесі демократичного ухвалення рішень. Тобто, якщо у випадку ролі банку банків відбувається розмежування за принципом належності до сектора економіки (державний, приватний) та здійснення діяльності на відмінних засадах (відповідно, добробут суспільства, максимізація прибутку), то у випадку з роллю банкіра уряду центральний банк залишається з першим у площині органів публічної влади, що робить необхідним формалізувати характер ієрархічних стосунків між ними відповідно до функціональної ролі в макроекономічній політиці;

що стосується ролі управляючого золотовалютними резервами, то тут також має місце принципова відмінність між плановою та ринковою економікою. У першій таке управління можна ототожнити з управлінням тезаврованим запасом, частина



якого обслуговує зовнішньоекономічний сегмент планового господарства. В ринковій економіці таке управління передбачає не стільки досягнення цілей щодо підтримання такого тезавраційного запасу, скільки функціональне його використання для досягнення макроекономічних цілей через системний зв'язок самих резервів з платіжним балансом, а через його рівноважний стан — з рештою макроекономічних змінних, включно з валютним курсом. Для набуття даною роллю свого макроекономічного статусу є необхідним уніфікація системи множинних валютних курсів, ліквідація системи валютних коефіцієнтів (що функціонувала для потреб створення штучних конкурентних переваг на зовнішніх ринках у секторному поділі економіки) та перехід до конвертованості національної валюти разом із лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності. Окрім цього, запровадження резидентської конвертованості є передумовою для того, щоб управління валютними резервами виступило елементом системи впливу центрального банку на внутрішній грошовий ринок. В сукупності трансформація ролі управляючого золотовалютними резервами країни та системне реформування грошового обігу створили рамкові умови для переведення валютного курсу в статус макроекономічної змінної, а платіжного балансу — у реальний індикатор ідентифікації внутрішньої та зовнішньої рівноваги національної економіки.

Спотворений вираз виконання ролей центральним банком у плановій економіці, стаючи відправним пунктом їх ринкових перетворень, певною мірою зберігав свій прояв на перших етапах реформ, а певною мірою трансформувався одразу відповідно до ухвалення тих чи інших системних змін та їх інституціоналізації. За рахунок цього сам загальний алгоритм трансформації центральних банків постсоціалістичних країн втратив лінійний вираз, зберігаючи елементи старої, етатичної, моделі та набуваючи якісно нових рис, притаманних ринковій економіці. При цьому, на повноцінний функціональний прояв процесу набуття таких рис накладаються обмеження, пов'язані з характером перехідного процесу як такого. Втім, найбільш важливим є те, що нелінійний процес трансформації центральних банків детермінується не стільки самою логікою їх структурної перебудови, скільки їх інституціональним каркасом та

інституціональним оточенням, які у політичному вимірі стали продуктом бачення проблеми швидкості реформ, втрат від них у тих чи інших секторах економіки чи взагалі на рівні країни.

Попри те, що на характері реформування центральних банків позначались різного роду намагання зберегти елементи попередньої економічної системи, сам процес перебудови органів грошової влади виконує складну місію і не є одностороннім. Трансформація центральних банків є принциповим фактором динаміки ринкових змін. Вона створює середовище мультиплікування змін та нагромадження критичної маси реформ, які у свою чергу спонукають до подальших перетворень у інституціональному підґрунті монетарної політики. Тут навіть є більш важливим те, що кожний наступний етап реформування центрального банку був наслідком системних змін, які відбулися на попередньому етапі, а самі зміни ліквідовували нашарування етатичного характеру на вектор монетарних рішень.

Оскільки указана трансформація має безпосередній інституціональний прояв, то, відповідно, сам процес інституціоналізації органів грошової влади знаходиться у системному зв'язку з алгоритмом реформ та характером їх здійснення. В даному випадку принциповою є тенденція інституціональної кристалізації незалежності центральних банків підчас ринкових змін. Слід відзначити, що тут має місце дві суперечливих тенденції.

З одного боку, якісні зміни у сфері функціонування монетарних органів відбулися набагато швидше, ніж у інших сегментах макроекономічної політики. Таку ситуацію можна пояснити двома факторами.

По-перше, сам процес перебудови грошових систем як передумови створення рамкових умов монетарної політики виявився відносно простішим та швидшим. Це обумовлено як технічними аспектами даної проблеми, так і тим, що в даній сфері вже існували певні напрацювання в рамках перших ринкових експериментів у фінансово-банківській системі останніх років командної економіки.

По-друге, вже впродовж перших років реформ стало зрозумілим, що подолання гіперінфляції неможливе без модернізації монетарної політики та переведення її на засади забезпечення грошової стабільності (дані по інфляції і ВВП

— табл. Ж.1 та Ж.2. додатку Ж демонструють, що економічний спад в цілому корелює з масштабом гіперінфляції). Втрати від інфляції, будучи очевидними, значними та загальними, спонукали до відносно швидких кроків щодо її приборкання, зокрема, шляхом посилення інституціонального статусу центрального банку, що не знаходиться у суперечності з процесами макроекономічної стабілізації, а, скоріше, є підґрунтям та функціональним елементом її ефективного здійснення. Зокрема, важливість реалізації програм макроекономічної стабілізації впливає з відомої закономірності, що відображає обернений зв'язок між інфляцією і динамікою ВВП. Наприклад, Ст.Фішер на основі емпіричних досліджень наслідків гіперінфляційних процесів констатує, що економічне зростання взагалі не відбувається у випадку, коли рівень інфляції перевищує 40%<sup>242</sup>. Така закономірність простежується на основі широкої вибірки країн і перш за все властива країнам, що розвиваються, тоді як для розвинутих країн, на думку Фішера, оптимальною є інфляція, яка взагалі не перевищує 2%<sup>243</sup>. Що стосується подальших досліджень проблеми гіперінфляційних економік, на думку М.Сарела, зниження інфляції до 40% позначки не гарантує, що економічне зростання відновиться автоматично, або для нього не буде подальших перешкод. Навпаки, існує висока ймовірність, що відновиться процес гіперінфляції. Так само, на тлі двозначної інфляції найбільш вірогідною є або криза низького рівноважного зростання ВВП, або наявність лінійного оберненого зв'язку між інфляцією і зростанням. І тільки після зниження інфляції як мінімум до 8% є порогом, за яким можуть мати місце нелінійні зв'язки між динамікою ВВП і зростанням цін<sup>244</sup>. Відповідно, монетарна автономія в процесі ринкової трансформації повинна розглядатись як функціональний вираз боротьби з інфляцією, як базової передумови виходу на траєкторію економічного зростання.

Природно, що без таких змін інфляційна ерозія економіки погіршує макроекономічну та соціальну ситуацію в країні. Зокрема, В.Сіденко демонструє негативний вплив високої інфляції підчас ринкового реформування на зовнішній сектор економіки (зростання імпортного мультиплікатора внаслідок соціальної

---

<sup>242</sup> Fischer S. The Costs and Benefits of Disinflation // A Framework for Monetary Stability. — Boston and London: Kluwer, 1994. — P. 31-42.

<sup>243</sup> Fischer S. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064. — P. 1-54.

<sup>244</sup> Sarel M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth // IMF Staff Papers. — 1996. — Vol. 43. — P. 199-215.

диференціації на тлі прогресуючого економічного спаду) та на ефективність фіскальних макроекономічних регуляторів (зниження мультиплікатора бюджетних видатків, зокрема, внаслідок зростання мультиплікатора імпорту)<sup>245</sup>, а відомий російський реформатор Є.Гайдар прямо констатує, що відмінності в темпах інфляції (і особливо гіперінфляції) в розрізі трансформаційних країн виступили базою диференціації рівня добробуту та швидкості відновлення зростання ВВП у них<sup>246</sup>, що також видно з даних табл. Ж.1. та Ж.2. додатку Ж. Також висока інфляція опосередковано виступає фактором пригнічення трансформаційного процесу з огляду на пошук шляхів компенсації втрат від неї різним верствам суспільства чи навіть окремим секторам економіки, що, природно, втілювалося у зволіканні з переходом до режиму жорстких бюджетних обмежень як на макро-, такі і мікрорівні.

По-третє, трансформація фіскальної політики як другої важливої складової макроекономічної політики напряму визначалась характером реформування бюджету. А останнє виявилось набагато складнішим процесом та більш тривалим в часі, порівняно з процесом реформування центральних банків. Це пов'язано з тим, що бюджетний дефіцит перших років трансформації став відображенням усього спектру кризи командної економіки. Спад ВВП, перші спроби реформування соціальної політики, втрати реальних податкових надходжень в умовах гіперінфляції (відомий ефект Олівера-Танзі), розширення функцій держави та їх триблокова конфігурація (функції по підтриманню старої системи, ринковому реформуванню, нові, власне, ринкові функції) ретранслювалися саме у колосальних бюджетних дефіцитах, у структурі фінансування яких природно домінували емісійні джерела, хоча б з міркувань того, що не існувало фінансового ринку для здійснення ринкових запозичень<sup>247</sup>. У свою чергу на швидкість реформування бюджету безпосередньо накладються обмеження, пов'язані з модернізацією політико-дистрибутивних інтересів. В умовах ринкової трансформації останні не просто

<sup>245</sup> Сиденко В. Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К.: АО ОКО, 1998. — С. 77-86.

<sup>246</sup> Гайдар Е. Детские болезни постсоциализма. (О природе налогово-бюджетных кризисов этапа трансформации) // Вопросы экономики. — 1997. — №4. — С. 4-25.

<sup>247</sup> Більше детально ця проблема висвітлена у авторському дослідженні: Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — С. 57-100.

відображають інтереси тих чи інших соціальних груп шляхом обстоювання перерозподілу добробуту на їх користь, а відображають інтереси щодо підтримання тих чи інших елементів попередньої моделі економіки, що дуже часто втілюється у проблематиці збереження м'яких бюджетних обмежень у тих чи інших сферах економіки. Внаслідок цього формується системний конфлікт: очевидність та масштабність втрат від інфляції вимагає відносно швидкої ринкової інституціоналізації центрального банку, а локалізовані наслідки дистрибутивних акцій не дозволяють одразу вирішити проблему м'яких бюджетних обмежень, внаслідок чого знову виникає проблема бюджетного дефіциту, емісії на його покриття, що є природним викликом будь-якій монетарній політиці, зорієнтованій на грошову стабільність. Більше того, в умовах реалізації заходів з макроекономічної стабілізації такі тліючі дистрибутивні конфлікти роблять останню непослідовною, тривалою та такою, що не користується довірою. Внаслідок цього, суспільні втрати від дезінфляції зростають, стаючи додатковим викликом процесам інституціонального закріплення монетарної автономії центральних банків.

З іншого боку, процес інституціоналізації центральних банків, понад усе щодо формування та закріплення їх незалежності, відбувається хвилеподібно, на фоні чого простежується яскраво виражена невизначеність щодо автономного статусу органів монетарної політики. Так, в розрізі трансформаційних країн можна простежити, що, зіткнувшись з приблизно однаковими проблемами під час ринкового реформування економіки, ухвалення законів про центральні банки в часі відбулося неоднорідно. Наприклад, у більшості країн Центрально-Східної Європи та Прибалтики ухвалення законів про центральні банки, які забезпечують звичний для світової практики нормативний фундамент їх функціонування, відбувся впродовж 1991-1995 рр. (при цьому, якщо в країнах Прибалтики перші закони про їх центральні банки були ухвалені у 1992 р., то в подальшому вони зазнавали змін в напрямку посилення їх автономного статусу; в Естонії такі суттєві зміни відбулися у 1994 р., а у Латвії та Литві — у 1997 р.). Виключенням тут є Польща, де якісно новий закон було ухвалено тільки у 1997 р., Болгарія, яка, долаючи повторну макроекономічну дестабілізацію, у 1997 р. запровадила режим валютної ради, що

потягло відповідні зміни у її законодавство про центральний банк, та Румунія, в якій після тривалого періоду двозначної інфляції, що має місце після процесу макростабілізації, відбулося ухвалення якісно нового законодавства про її монетарний орган, яке відповідає передовим критеріям забезпечення його незалежності (2004 р.). У країнах колишнього СРСР подібні процеси в основному мали місце впродовж 1993-1997 рр. (у 1993 р. закон про центральний банк було прийнято у Туркменістані; у 1995 р. — в Білорусі, Росії, Казахстані, Узбекистані та Молдові; у 1996 — у Вірменії, Азербайджані, Грузії і Таджикистані; у 1997 р. — у Киргизії). Виключенням є Україна, в якій ухвалення закону про центральний банк відбулося найпізніше серед усіх постсоціалістичних країн (у 1999 р.), що можна вважати своєрідною логічною ув'язкою з тим явищем, що у вітчизняній економіці мала місце чи не найвища гіперінфляція впродовж трансформаційного процесу (що видно з даних табл. Ж.1. додатку Ж). Втім, на формальному рівні така інституціональна невизначеність не тільки стосується того, що ухвалення законів про центральні банки відбулося в пересічному пізніше, ніж почалися ринкові реформи, скільки у неоднорідному в часі та за переліком запровадженні тих визначників автономного статусу центрального банку, які (на момент реформування монетарних органів у перехідних країнах вже в основному сформувалися у теорії) і складають його інституціональний каркас. На функціональному — у збереженні чи спорадичному прояві фіскального домінування, що порушує принцип екзогенності грошової пропозиції щодо бюджету.

Важливість проблеми незалежності центральних банків у трансформаційних економіках має подвійну природу. Так, з огляду на те, що вектор трансформації є ринковим за характером, то і сама проблематика такої незалежності у перехідних суспільствах стає значимою мірою наближення засад реалізації макроекономічної політики до тих, які мають місце у розвинутих демократичних країнах з усіма наслідками, що з цього випливають. Тобто таке наближення скоріше актуалізує традиційні проблеми здійснення монетарної політики в демократичному суспільстві та в умовах глобалізації. Втім, проблема незалежності центральних банків при переході до ринку має і суто свої специфічні моменти.

Попри те, що на рівні змістового прояву в більшості своїй вони є тотожними тим, які властиві розвинутим країнам (наприклад, динамічна інконсистентність, політичний цикл монетарної політики, позиціонування в структурі макроекономічної політики через делегування того чи іншого мандату, стосунки з урядом, характер автономії щодо встановлення кількісних орієнтирів політики чи вибору інструментів тощо), в умовах ринкової трансформації ситуація ускладнюється наступним. Відбувається становлення центральних банків як органів і супроводжується засадними змінами у сфері організації грошового обігу та банківської системи. Проблема боротьби з інфляцією стає настільки гострою, що потребує негайного вирішення, зокрема, шляхом монетарної автономії. Режим м'яких бюджетних обмежень був системним елементом етатичної економіки, внаслідок чого вирішення проблеми фіскального домінування не зводитиметься виключно до чіткого окреслення прав та обов'язків щодо фінансування бюджетного дефіциту. Масштаби бюджетного дефіциту та проблема емісійного підкріплення м'яких бюджетних обмежень на мікрорівні є настільки значними, що вирішення проблеми фіскального домінування за рахунок делегування центральному банку автономного статусу є не просто спробою створити інституціональні передумови для контролю за інфляцією. В даному випадку незалежність є виразом цілого спектру структурних реформ, які можна не здійснювати, або з якими можна зволікати мірою того, наскільки слабким є статус центрального банку. Як наслідок, боротьба з інфляцією через запровадження відомого принципу монетарної автономії формує передумови для інтенцій поглиблення ринкових трансформацій, без чого останні могли би затягуватися в часі безвідносно до того варіанту стратегії реформ, до якого схиляється та чи інша країна: "шокова терапія" чи градуалізм. Фактично це означає, на скільки комплексними та системними будуть такі реформи в рамках кожної з наведених стратегій, інакше і в рамках "шокової терапії" і в рамках градуалізму зберігатимуться певні неререформовані атавізми командної економіки, живлення яких пов'язується з не вирішенням остаточно проблеми щодо статусу центрального банку. Заходи з макроекономічної стабілізації потребують додаткового інституціонального підкріплення для того, щоб вони були

незворотними, а у постстабілізаційний період гостро постає проблема позиціонування центрального банку в системі макроекономічної політики, яка вже не може опиратися на принципи інфляціоністського популізму, але стикається з новими викликами у вигляді тліючого трансформаційного спаду, гетерогенністю ринкового реформування окремих секторів економіки, збільшенням соціального навантаження на бюджет тощо, що може посилити тенденції до стимулювання попиту через відповідне послаблення статусу центрального банку. Так, Д.Грос та А.Штайнхер констатують: “... за умов доцільного інституційного устрою, переконливим прикладом може бути саме незалежність центрального банку, особливо за умов перехідної економіки. Проблемою для багатьох країн є те, що ані уряд, ані парламент не має там досить стабільності, компетенції чи неупередженості вузьких інтересів для гарантування основ стабільно орієнтованої монетарної політики”<sup>248</sup>. А відомий російський теоретик-реформатор В.Мау наголошує на тому, що незалежність центрального банку “є одним з найважливіших завоювань першого посткомуністичного десятиліття як фактор стабільності грошової системи”<sup>249</sup>.

Втім, існує певна суперечлива теоретична аргументація щодо проблеми делегування центральним банкам перехідних економік незалежності для ефективної боротьби з інфляцією та здійснення політики стабільності цін. На думку німецького економіста Г.Вагнера, має місце цілий спектр інституціональних дилем щодо автономного статусу монетарних органів, розв’язання яких не може бути зведене виключно до забезпечення такого статусу, оскільки принципово важливим є етап ринкової трансформації, який є фактором і довіри до монетарної політики і розвитку інституціонального середовища її ефективного здійснення<sup>250</sup>. Так, що стосується проблеми довіри до центральних банків, то ефективність їхніх монетарних дій матиме відмінний характер, порівняно з класичним випадком проблеми динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення. Етап реформ, на якому вже розв’язані ті чи інші структурні проблеми, є безпосереднім фактором імплементабельності

---

<sup>248</sup> Грос Д., Штайнхерр А. Реформи банківської системи у Східній Європі. Особливості України // Зіденберг А., Хоффманн Л. Україна на роздоріжжі. Уроки з міжнародного досвіду економічних реформ. — К.: Фенікс, 1998. — С. 207.

<sup>249</sup> Мау В. Экономическая политика: в начале новой фазы // Вопросы экономики. — 2001. — №3. — С. 19.

<sup>250</sup> Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. — 1998. — wp/98/126. — P. 3-18.



здорової монетарної політики. Наприклад, відсутність розв'язання проблеми структурного бюджетного дефіциту та глибокого трансформаційного спаду розглядаються економічними агентами як чинник проінфляціоністської монетарної політики, внаслідок чого дії центральних банків, спрямовані на стабілізацію інфляції, не користуються довірою. Що стосується інституціонального середовища монетарної політики, то воно також є фактором її імплементабельності. Переш за все це стосується: реформування банківської системи та виведення емісійного механізму з процесу капіталізації банків; функціонування фінансових ринків, які визначають становлення трансмісійного механізму та, зрештою, його ефективність; модернізації стосунків щодо встановлення цін та заробітних плат на засадах ринкового самоконтролю, без чого монетарні заходи в умовах недовіри до макроекономічної політики не будуть ефективними як у площині боротьби з інфляцією, так і у площині мінімізації втрат, пов'язаних з дезінфляцією; запровадження ефективних засобів контролю за фіскальною експансією, що може мати різні форми: фіксований валютний курс, цільові обмеження на бюджетний дефіцит, співробітництво з МВФ тощо.

За рахунок цього, як наголошує Вагнер, постає принаймні два принципових питання: перше — час делегування центральному банку незалежного статусу відповідно до стадії та глибини реформ (на початку трансформації чи після макроекономічної стабілізації); друге — якою повинна бути інституціональна модель забезпечення контролю за інфляцією з боку монетарної політики (незалежність центрального банку, модель Рогоффа призначення “консервативного” керівника центральним банком, модель Волша “принципал-агент”<sup>251</sup> тощо).

Так, щодо першого, то існує два варіанта. Перший: незалежність центрального банку забезпечується на початках реформ, але при цьому зростає ризик її зниження чи навіть відкликання внаслідок зростання втрат від дезінфляції. Даний варіант дозволяє розв'язати проблему гіперінфляції і суттєво скоротити строки процесу макроекономічної стабілізації. Втім, вихід на траєкторію мінімізації інфляції і

---

<sup>251</sup> Аналізу даних моделей вже було приділено увагу у параграфі 1.3., а більш детальне дослідження їх методологічної етимології та монетарного значення здійснено нами у: Козюк В. В. Незалежність центральних банків: Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 65-121.

забезпечення її сталого низького рівня у постстабілізаційний період може бути ускладнений у зв'язку з несприйняттям значних дезінфляційних втрат. Останні впливають з того, що: існує брак довіри до центрального банку (вище розглянута проблема імплементабельності), внаслідок чого рівноважні ціни завищуватимуться, а зростання номінальної заробітної плати погіршуватиме ситуацію у сфері зайнятості у випадку, коли політика дійсно матиме антиінфляційний характер; якщо фіскальна політика не користується довірою не існуватиме стимулів мінімізувати бюджетний дефіцит для відповідного зниження сеньйоражу тощо. Як наслідок, послаблення незалежності центрального банку у постстабілізаційний період обернеться завищеним інфляційним фоном, що ускладнюватиме подальше поглиблення структурних реформ та підвищення конкурентоспроможності національної економіки. Другий варіант передбачає, що незалежність центрального банку повною мірою забезпечується або під час стабілізації, або після неї, коли усі втрати від гіперінфляції і боротьби з нею пов'язуються зі слабким інституціональним каркасом монетарної політики. Втім, ризиком даного варіанту є те, що втрати від періоду високої інфляції будуть дуже значними. Зрештою, такий варіант не дає відповіді на питання, за рахунок чого і в якому інституціональному вимірі повинна здійснюватись макростабілізація, особливо якщо прийняти до уваги те, що фіскальна політика може не користуватися довірою. Згідно логіки Вагнера передбачається, що вибір щодо макростабілізації є природним явищем під час ринкової трансформації, отже повинен здійснюватись безвідносно до конкретного інституціонально закріпленого статусу центрального банку. Більше того, вихід з тривалої гіперінфляційної смуги може супроводжуватись настільки значними втратами ВВП, що завжди існуватимуть інтенції створювати надмірні стимули для сукупного попиту у постстабілізаційний період, що знову таки обертається завищеним інфляційним фоном.

Стосовно інституціональної моделі контролю за інфляцією, то теоретичні припущення тут є більш однозначні щодо переваг саме незалежності центрального банку. Основний аргумент зводиться до того, що інші моделі спираються на примат *a priori* відомого суспільно прийнятного рівня інфляції, який в умовах ринкової

трансформації таким не є (наприклад тому, що суспільство не мало змоги сформулювати своє ставлення до прийнятного рівня інфляції, оскільки перші етапи трансформації пов'язані з ціновим шоком від лібералізації і ціновим ударом по економіці дефіциту, а наступні — з гіперінфляцією), та те, що в рамках моделі “принципал-агент” уряд розглядається як такий, що не перебуває у конфліктній позиції з центральним банком, оскільки рівень інфляції узгоджується, а це в умовах переходу до ринку може зазнати суттєвого викривлення. Більше того, в чистому вигляді дана модель передбачає, що уряд максимізує добробут усього суспільства. В умовах розвинутої демократії та інституцій громадянського суспільства така ситуація є більш ймовірною, ніж в умовах ринкової трансформації, впродовж якої демократичні інститути тільки формуються, долаючи опір з боку посттоталітарних елементів політичної системи та з боку становлення нової кланово-корпоративної політико-економічної моделі, в рамках якої максимізація суспільного добробуту неможлива. Делегування монетарному органу повноважень на досягнення узгодженого чи встановленого цільового рівня інфляції не забезпечує від проблеми динамічної інконсистентності, оскільки в даному випадку її джерелом може бути не “агент”, а “принципал”, що, відповідно, пов'язується з недовірою до фіскальної політики чи непередбаченими *ex ante* втратами від процесу дезінфляції. Отже, саме з міркувань ефективності контролю за інфляцією інституціональна модель незалежності центрального банку є більш прийнятною для трансформаційних економік, оскільки послаблює роль уряду у сфері формування монетарних передумов для динаміки інфляції.

Тим не менше, процес інституціоналізації незалежності центральних банків у постсоціалістичних країнах відбувається за більш складним нелінійним алгоритмом, ніж це передбачено у теоретичному дискурсі Вагнера, в рамках якого наголошується на прив'язці того чи іншого рівня монетарної автономії до конкретної стадії процесу ринкової трансформації. Можна констатувати, що такий процес не просто розтягнувся в часі, а, як вже згадувалося, відбувається хвилеподібно, основною причиною чого є особливості трансформаційного процесу, аналогів якого не існує в економічній практиці.

Найбільш яскраво хвилеподібний процес інституціональної кристалізації незалежності центральних банків впродовж процесу трансформації можна простежити на прикладі аналізу формування її (незалежності) окремих складових: незалежності щодо вибору монетарних інструментів (економічна незалежність), транспарентності, стосунків з урядом, визначення мандату (основного завдання).

Так, проблема економічної незалежності центральних банків зводиться до того, наскільки останні автономні у встановленні перш за все процентних ставок та норм обов'язкових резервів. Згідно емпіричних досліджень даної проблеми, саме автономія щодо вибору інструментів знаходиться у найбільш щільному зв'язку з інфляцією при дезагрегованому аналізі кореляції індексу незалежності монетарних органів з її рівнем у розвинутих країнах, а у латиноамериканських країнах така щільність є хоч і не найвищою, але суттєвою<sup>252</sup>. В умовах ринкової трансформації спостерігається ситуація, коли факт делегування монетарним органам повного права оперувати грошово-кредитними інструментами відповідно до макроекономічних цілей не викликає сумніву і, як правило, інституціоналізується дуже швидко. Втім, тут існує ряд принципових закономірностей.

По-перше, сама можливість використання монетарних інструментів визначається етапом структурних реформ, оскільки передбачає виникнення та становлення банківської системи зокрема та фінансового посередництва загалом. Отже, формування економічної незалежності може завершитись ще до того, як її можна буде наповнити реальним змістом. Відповідно, факт незалежності щодо вибору інструментів ще не гарантує того, що нею можна буде реально скористатися для реалізації антиінфляційної політики, власне тому, що середовище ефективного функціонування таких інструментів може бути ще не сформованим. Якщо система обов'язкового резервування достатньо швидко розбудовується та активізується при переході до ринку, то розвиток більшості непрямих інструментів напряму залежить від структурних змін на фінансовому ринку та у сфері бюджету (мається на увазі розвиток державних запозичень через фінансовий ринок). Система ж

---

<sup>252</sup> Більше детальний аналіз даної проблеми див. у авторському дослідженні: Козюк В.В. Незалежність центральних банків: Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 139-187.

рефінансування, особлива той її сегмент, який будується на тендерно-аукціонній основі, також запроваджується достатньо швидко, але, з одного боку, обсяги ресурсів, виставлених на продаж, можуть узгоджуватись з лімітами приросту внутрішніх активів, а з іншого боку, — дана система може відобразити збереження елементів м'яких бюджетних обмежень на мікрорівні. Останнє, наприклад, дуже добре простежується на прикладі Національного банку України, який впродовж 1992-1994 рр. був втягнутий у різного роду кредитні схеми фінансування чи окремих суб'єктів, чи цілих секторів економіки відповідно до ухвалених законів та постанов<sup>253</sup>.

По-друге, в умовах гіперінфляції практично у більшості перехідних країн процентні ставки так і не вийшли на рівень реальних. Тільки за падіння інфляції нижче 100% відбувається поступове її перевищення номінальними ставками. Як наслідок, на фазі макростабілізації не існує чітких критеріїв розуміння того, чи посправжньому економічна незалежність центральних банків є такою, що вже імплементована. При цьому, процеси макростабілізації базуються на інших алгоритмах зв'язку між монетарними величинами (домінування кількісних цілей політики (грошова база, грошова маса) або фіксація валютного курсу з відповідним додатковим контролем за кількісними величинами), ніж у випадку здійснення монетарної політики за ординарних умов, коли реакція на валютний курс чи інфляцію і ВВП-розрив здійснюється шляхом коректування процентних ставок. Це, природно, суттєво послаблює репрезентативність компетенції центрального банку щодо встановлення ставок проценту при верифікації його незалежності. Так само це явище підсилюється ефектом втягнення фіскальних регуляторів в структуру макростабілізаційного процесу, внаслідок чого боротьба з гіперінфляцією на стратегічному рівні послаблює потенційну конфліктність між органами грошової влади та урядами. І тільки радикальне зниження інфляції, як правило до рівня 40%, стає передумовою виникнення потенційних конфліктів між монетарною та фіскальною політикою щодо процентних ставок. Особливості розвитку

---

<sup>253</sup> Детальніше див.: Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України: Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — С. 57-100.

внутрішнього ринку державного боргу в даному випадку калібрують гостроту та характер протікання такого конфлікту, що відображає потребу у чітких інституціональних критеріях забезпечення монетарної автономії.

По-третє, незважаючи на те, що специфіка трансформаційного процесу накладає суттєві обмеження на можливість чіткої верифікації автономії щодо вибору та встановлення кількісних значень грошово-кредитних інструментів, проблема економічної незалежності центральних банків може зміщуватись у площину встановлення проміжних цілей монетарної політики. З одного боку, такому явищу сприяє те, що в більшості трансформаційних країн монетарна стратегія будувалась і подекуди продовжує будуватись на кількісних показниках грошової пропозиції. Відповідно, фіскальні проблеми та криза економічного зростання стають базовими передумовами того, коли на центральний банк справляється тиск не стільки щодо величини монетарних інструментів (процентні ставки, обов'язкові резерви), скільки щодо встановлення більш значного цільового приросту грошової маси, або ж спрямування такого приросту на ринок державного боргу. Відповідно, це тільки погіршує ситуацію, коли створений інфляційний потенціал за рахунок індукованої фіскальним домінуванням грошової пропозиції згладжується завищенням процентних ставок та обов'язкових резервів, що має негативні наслідки для кредитної підтримки економічного зростання та погіршує процеси функціонування ринку державного боргу (збільшення витрат на обслуговування та підвищення ризику дефолту). З іншого боку, це явище може зумовлюватись асиметрією в структурі важелів забезпечення незалежності центральних банків, коли останні достатньо політично слабкі для протистояння фіскальному домінуванню чи тиску щодо підтримки економічного зростання через розширення грошової пропозиції, але мають достатню автономію щодо антиінфляційного застосування монетарних інструментів. Наслідком такої асиметрії є тривала затримка економіки у низькій макрорівновазі (або поганій макрорівновазі — низьке економічне зростання, високий інфляційний фон та коливання інфляції на рівні 15-40%%). Прикладом цієї ситуації можуть служити практично усі країни СНД, Болгарія до 1997 р. та Румунія.

Що стосується проблеми прозорості, то становлення центральних банків у постсоціалістичних країнах демонструє наступну закономірність. Впродовж перших років реформ даній проблемі взагалі не приділяється принципової уваги, що, зокрема, знаходить виразу у відсутності згадок про неї у перших законодавчих актах, які визначають інституціональний формат монетарної політики. Зокрема, навіть дотепер закони про центральні банки багатьох країн Центрально-Східної Європи не містять застережень щодо неї, її структуру, обов'язковість та періодичність публікації звітів тощо (наприклад, це стосується Словенії, Угорщини, Румунії тощо). Однак, фактично, — практично усі центральні банки постсоціалістичних країн дотримуються мінімальних вимог щодо відкритості інформації про поточний характер монетарної політики, її результати та окремі види прогнозів навіть без наявності чітких законодавчих вимог щодо цього. Таку ситуацію можна пояснити інтеграцією передового досвіду організації центральних банків світу, в якій важлива роль відводиться комунікації з громадськістю та політичними колами, а також технічним сприянням з боку МВФ. Останній розглядає прозорість як невід'ємний елемент ефективного інституціонального каркасу органів грошової влади, що знаходить виразу у характері співробітництва з постсоціалістичними країнами (так само як і з рештою країн, що розвиваються). Втім, формування прозорості центральних банків впродовж переходу до ринку підпорядковується і ряду макроекономічних закономірностей. Зокрема, в умовах завершення фази макростабілізації і переходу до політики подальшої мінімізації інфляції до однозначного рівня, а згодом — до співмірного з рівнем ЄС, з'являються додаткові функціональні передумови для підвищення значення прозорості та зрозумілості дій монетарних органів. Так, у постстабілізаційний період та в умовах мінімізації інфляції, коли суттєво порушуються кореляційні зв'язки між приростом грошової маси та ціновою динамікою внаслідок структурної адаптації грошового попиту до нових рівноважних та кон'юнктурних умов, суттєво підвищується значення очікувань економічних агентів. Поступове запровадження елементів каркасу монетарної політики, що будується на раціональних очікуваннях, та перехід до експліцитного чи імпліцитного таргетування інфляції створюють

передумови для затребуваності транспарентності як визначального фактора підвищення довіри до центральних банків. В інституціональному плані підвищення транспарентності також пов'язується з подальшими реформами інституціонального каркасу центральних банків постсоціалістичних країн, що вступили до ЄС чи готуються вступити, оскільки в них відбувається перехід до формального закріплення необхідності здійснення політики стабільності цін. Однак, за рівнем транспарентності своїх центральних банків постсоціалістичні країни ще поступаються розвинутих країнам, що, зокрема, проявляється у таких питаннях як оприлюднення протоколів засідань керівних органів, монетарної моделі економіки, внутрішньо-операційного прогнозу інфляції тощо.

Взаємовідносини з урядом є чи не найголовнішим елементом монетарної автономії, що підтверджують згадані вище емпіричні дослідження. Втім, в умовах ринкової трансформації даний сегмент незалежності центральних банків пройшов стрибкоподібний розвиток. З одного боку, на початках трансформації спостерігаються значні фіскальні дисбаланси, які екстраполятивно покриваються з емісійних джерел, відображаючи збереження системи м'яких бюджетних обмежень, успадкованих з періоду командної економіки. З іншого боку, фіскальна етимологія гіперінфляційних процесів в перші роки реформ, високі процентні ставки, що утворилися внаслідок спрямування грошової пропозиції у державний сектор через функціонування ринку державного боргу і, як наслідок, висока фонові інфляція на тлі повільного зростання ВВП у пост стабілізаційний період виступили факторами радикального вирішення проблеми делегування центральним банкам постсоціалістичних країн автономії щодо стосунків з урядом і розв'язання проблеми емісійних джерел фінансування бюджетного дефіциту. Тут можна виділити наступні закономірності.

По-перше, безпосередня участь центральних банків у фінансуванні бюджетних дефіцитів в перші роки ринкової трансформації обумовлюється як тим, що не існувало об'єктивних умов для їх фінансування через борговий ринок, так і тим, що радикальне зниження бюджетного дефіциту в більшості країн видавалося неприйнятним з соціальної точки зору. Наприклад, урядник Національного банку



Польщі Р.Кокощинські зазначає, що “... зниження темпів інфляції відбувалося би швидше, якщо дефіцит бюджету не фінансувався би прямими кредитами центрального банку. Цей підхід був частково виправданий відсутністю розвинутого фінансового ринку. Незалежність центрального банку, включаючи заборону такого типу фінансування, запроваджується поступово... З іншого боку, цей поступовий підхід до усунення можливості монетизації дефіциту бюджету значно зменшив прямі соціальні витрати, до чого призвело б застосування швидшого підходу на початку трансформації”<sup>254</sup>. Втім, слід не погодитись з такою м’якою позицією. Можна припустити, що в умовах, коли бюджетний дефіцит є незначним, що можна вважати випадком Польщі, такий підхід себе певною мірою виправдовує тільки з міркувань нерозвинутості фінансового ринку. Якщо дану проблему інтерпретувати з позиції рикардіанського підходу до управління державними запозиченнями, то за незначного дефіциту його монетизація на початках трансформації виступила фактором майбутнього зниження напруження у сфері обслуговування державного боргу (в розумінні того, що кумулятивний обсяг позик є меншим в такому випадку), внаслідок чого інфляційне оподаткування з початку знизило реальне оподаткування в майбутньому. Однак в умовах високих бюджетних дефіцитів та тривалої гіперінфляції дана закономірність не підтримується: високе інфляційне оподаткування спочатку тільки підвищує величину боргового тягаря в майбутньому, оскільки не існуватиме можливості швидкого зниження ставок та пролонгації його строкової структури.

По-друге, гіперінфляційні процеси є закономірним наслідком саме розбалансованості бюджету, внаслідок чого факт незалежності центрального банку від уряду стає принциповим моментом формування усього алгоритму та характеру процесу ринкової трансформації. Наприклад, Є.Гайдар наводить дані щодо взаємозв’язку між нагромадженою інфляцією і показником величини бюджету<sup>255</sup>. “Інфляційні фінанси” початкових років трансформації не тільки сформулювали загальні імперативи моделі поведінки центрального банку у сфері грошової

---

<sup>254</sup> Кокощинські Р. Грошово-кредитна політика та політика валютного курсу під час періоду трансформації: досвід та рекомендації //Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, — 2001. — С. 236-237.

<sup>255</sup> Гайдар Е. «Детские болезни» постсоциализма // Вопросы экономики. — 1997. — №4. — С. 4-25.

пропозиції, але й визначили домінуючий характер його ресурсів у структурі фінансування бюджетного дефіциту. Так, спеціалістами Світового банку було помічено, що для країн, яким властивий низький бюджетний дисбаланс (на рівні 5% ВВП), характерна незначна емісійна складова у структурі його покриття — на рівні 16% протягом 1992-1994 рр. Тоді як для трансформаційних країн, в яких відношення бюджетного дефіциту до ВВП сягнуло понад 5%, частка емісійних коштів у фінансуванні різниці між доходами та видатками оцінюється на рівні 71% за аналогічний період<sup>256</sup>. Зокрема, у 1993 р. в Україні на потреби покриття бюджетного дефіциту було спрямовано 47% усіх кредитних ресурсів Національного банку, складає 6,9% ВВП або 9709 млрд. крб. При цьому комерційні банки та підприємства отримали кредитів на суму в 10928 млрд. крб., що є співмірним з 7,7% ВВП, а емісія НБУ у 1993 р. повністю склала 14,6% ВВП<sup>257</sup>. Аналогічні процеси властиві Росії, центральний банк якої у 1992 р. здійснив емісію на суму у 40% ВВП, 21% якої було спрямовано у бюджетний сектор, 54% — у реальний сектор, 25% — країнам СНД<sup>258</sup>. У Польщі Національний банк впродовж 1989 р. (рік початку реформ у цій країні) на покриття дефіциту бюджету спрямував 3,6 млрд. старих злотих, а вже у 1991 р. — 19,4 млрд., у 1992 — 33,7 млрд., у 1993 — 24,7 млрд.<sup>259</sup>. Структура фінансування фіскального дисбалансу не тільки відображає роль центрального банку в процесі монетизації дефіциту (скоріше його роль є похідною), а, у першу чергу, процес елімінування м'яких бюджетних обмежень на макrorівні при проведенні фіскальної політики та характер взаємодії монетарних та фіскальних заходів з макроекономічної стабілізації, що сутнісно об'єднуються під егідою характеру трансформаційного процесу. Не важко помітити, що зменшення частки кредитів центрального банку у структурі покриття бюджетного дефіциту є відображенням внутрішньої зрілості та послідовності макростабілізаційних рішень, що, в подальшому, дозволили уникати значних диспропорцій і на макро-, і на відтворювальному рівні, і, зрештою, забезпечити стабільність та керованість процесів у монетарному секторі економіки. Так, у Польщі частка позик

<sup>256</sup> От плана к рынку. Отчёт о мировом развитии. 1996. / Вашингтон: Всемирный банк, 1996. — С. 48.

<sup>257</sup> Сакс Дж. Пивоварський О. Економіка перехідного періоду. Уроки для України. — К.: Основи, 1996. — С. 97.

<sup>258</sup> Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия / Пер. с англ. — М.: Экономика, 1994. — С. 92

<sup>259</sup> Gajda M.. Problem stabilizacji dlugu publicznej w Polsce // Zeszyty naukowe. Tarnow. 1999. — S. 95.

Національного банку у 1989 р. склала 100%, у 1991 — 60,8%, у 1992 — 48,7%, у 1993 — 56,9%, у 1994 — 12,3%, (у 1995 — -97,2%), у 1996 — 0%<sup>260</sup>. В Росії кредити Центробанку на покриття бюджетного дефіциту у 1991 р. склали 100%, у 1992 — 80%, у 1993 — 59,3%, у 1994 — 79,5%, у 1995 — 0%<sup>261</sup>. Тоді як в Україні питома вага кредитів НБУ на аналогічні заходу впродовж 1991-1994 рр. склала 100%, у 1995 — 72,7%, у 1996 — 40,2%, у 1997 — 1,6%<sup>262</sup>.

По-третє, монетизація дефіциту виступає не тільки фактором гіперінфляції у перші роки трансформації, але й фактором монополізації грошових потоків та уповільнення темпів економічного зростання у другій половині 1990-х рр. Так, емпіричному на прикладі України, Польщі, Росії, Естонії, Угорщини, Чехії та Болгарії можна побачити наступну закономірність: а) існує яскраво виражений прямий та статистично значимий зв'язок між зростанням вимог до уряду в активах центральних банків указаних країн та інфляцією за 1995-2000 рр.; б) більшість варіативних показників концентрується у сегменті, який відображає незначне зростання вимог до уряду з боку центральних банків даних країн та незначну інфляцію, що можна інтерпретувати, з одного боку, як обмежену, або дозовану, незалежність центральних банків щодо монетизації бюджетних дефіцитів (і через активність на первинному, і вторинному ринках), а з іншого боку, — це є відображенням посилення ролі операцій відкритого ринку у політиці постачання ліквідності комерційним банкам; хоча саме фіскальний фактор такої залежності найімовірніше є більш вагомим з огляду на чітку кореспонденцію між зростанням вимог до уряду в активах центральних банків та стрибками інфляції у періоди, коли такі країни як, наприклад, Болгарія, України чи Росія переживали суттєві фіскально-боргові проблеми; в) чим більшою є частка кредитів приватному сектору в структурі внутрішнього кредиту, тим вищими є темпи зростання ВВП в країні; г) зростання вимог до уряду в активах центральних банків обернено кореспондують з динамікою економічного зростання. З цього можна зробити висновок, що спрямування

---

<sup>260</sup> Ibid.

<sup>261</sup> Основы теории переходной экономики / вводный курс: Учеб. Пособие. — Киров: Кировск. обл. типография, 1996. — С. 218-219.

<sup>262</sup> Бюджет // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С. 5.

грошової пропозиції на кредитування уряду суттєво витісняє кредитування приватного сектора, що, відповідно, позначається і на прискоренні інфляції і на уповільненні динаміки ВВП<sup>263</sup>.

Втім, незважаючи на збереження зв'язку між динамікою вимог до уряду в активах центральних банків та інфляцією, у постсоціалістичних країнах спостерігається в цілому однозначна інституціональна формалізація заборони на монетизацію бюджетного дефіциту. Так, прямі застереження щодо цілковитої заборони здійснювати пряме кредитування уряду чи здійснювати операції на первинному ринку державних цінних паперів мають місце в Болгарії, Хорватії, Польщі, Чехії, Угорщині, Румунії (з 2004 р.), Естонії, Казахстані, Киргизії, Литві, Латвії (з 2002 р.), Україні (з 1999 р.). В решті країн зберігаються можливості для залучення органів грошової влади у сферу монетизації дефіциту, хоча вони суттєво обмежені через домінування принципу заборони прямого фінансування дефіциту. Найменше таких обмежень має місце у Азербайджані, Білорусі, Молдові, Росії, Таджикистані, Туркменістані та Узбекистані, де не існує чітких застережень щодо можливості здійснювати монетизацію державного боргу через первинний ринок. Отже, в умовах ринкової трансформації спостерігається більш повільне запровадження автономії центральних банків від уряду у сфері бюджету, порівняно з автономією щодо монетарних інструментів. Разом з тим, стає очевидним прояв загальносвітової тенденції до послаблення фіскального домінування через формування інституціонального каркасу органів грошової влади на засадах вилучення грошової пропозиції зі сфери залучення у розв'язання бюджетних проблем. Запровадження даного важливого інституціонального принципу, водночас, наповнюється реальним змістом варіативно в розрізі країн, відображаючи спорадичні можливості відхилення від нього, зважені на ті чи інші політико-кон'юнктурні обставини. Тобто, чим більш глибокими будуть соціально-економічні і суспільно-політичні перетворення, тим меншою мірою існуватиме передумов для порушення даного принципу, незалежно від характеру поточної макроекономічної

---

<sup>263</sup> Більш детальний аналіз див.: Козюк В.В. Незалежність центральних банків: Монографія. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 173-175.

ситуації; причому, джерела виникнення таких передумов знаходяться за межами самого центрального банку, водночас, будучи втіленими у його формальному статусі. Власне слідування принципу незалежності центрального банку від уряду є яскравим індикатором зрілості перехідного суспільства, що, природно, проявляється у конкретних монетарних зв'язках між інфляцією і іншими грошовими параметрами економіки.

Проблеми делегування мандату (основного завдання) центрального банку як інтегрального відображення його позиціонування в системі макроекономічної політики і як засобу забезпечення його незалежності (і, зрештою форми її втілення) також відображають складність трансформаційного процесу у сфері інституціональної динаміки. Слід відзначити, що переведення монетарних органів перехідних країн на якісно інший рівень функціонування в рамках ринкового реформування практично співпав в часі з виникненням загальносвітової тенденції інституціоналізації політики стабільності цін, що впродовж першої половини 1990-х рр. знайшло відповідного виразу в мандатах центральних банків більшості розвинутих країн (перш за все — членів ЄС). Так само ринкова модернізація органів грошової влади у Центрально-Східній Європі та в країнах СНД співпала в часі із загальним визнанням важливості усунення фіскального домінування та обмежень на застосування ринкових інструментів політики для забезпечення макроекономічної стабільності. Однак, якщо такий аспект автономного статусу центральних банків як незалежність щодо вибору інструментів запроваджувалась практично одразу, заборона на участь у монетизації дефіциту — поступово, — відповідно до глибини та швидкості перетворень у сфері бюджету та фінансових ринків, то визначення основного завдання відповідно до світових тенденцій відбулося найпізніше. Так, на момент ухвалення законів про центральний банк на початку 1990-х рр. в жодній країні не було здійснено вибору щодо того, що основним завданням монетарних органів є забезпечення цінової стабільності. Наприклад, завданням центральних банків Естонії було визначено забезпечення стабільності і довіри до крони, Латвії — забезпечення стабільності функціонування грошової системи, Литви — забезпечення стабільності валюти, Чехії — забезпечення стабільності крони,

Угорщини — забезпечення стабільності грошової одиниці та її зовнішньої купівельної спроможності, Болгарії — забезпечення стабільності грошей, Словенії — забезпечення стабільності грошей та платежів, Словаччини — забезпечення стабільності грошової одиниці, Росії — захист та забезпечення стійкості рубля, Молдови — досягнення та підтримання стабільності грошової одиниці, України — забезпечення стабільності грошової одиниці тощо.

Однак, вже наприкінці 1990-х та на початку 2000-х рр. у сфері інституціонального забезпечення функціонування центральних банків відбувається різке розшарування перехідних країн за критерієм визначення мандату. Першою з країн, де відбувся перехід на формальне закріплення основного завдання монетарної політики у вигляді підтримання цінової стабільності, була Польща (як вже зазначалося, в рамках ухвалення якісно нового закону про Національний банк Польщі у 1997 р.). Далі, впродовж указанного періоду відбувається повний відхід від абстрактних формулювань мандату органів грошової влади по типу “грошової стабільності” і перехід на сучасну модель мандату як складову системи сучасного історичного типу центральних банків у Хорватії, Чехії, Угорщині, Румунії, Словаччині, Словенії, Естонії, Латвії, Литві і певною мірою у Болгарії.

Для пояснення того, чому основне завдання центрального банку зазнало найпізнішого реформування впродовж ринкової трансформації, можна виділити наступні аргументи.

По-перше, в умовах гіперінфляції і реалізації макростабілізаційних заходів інституціональний критерій підтримання цінової стабільності мав би ірраціональне значення. З огляду на це, виглядала природною імплементація м'якого й абстрактного інституціонального закріплення основного завдання органів грошової влади, що не створювало би формальних передумов для калібрування характеру монетарної політики конкретно “під мандат”. Так само не існувало достатнього суспільно-політичного розуміння того, що саме мандат забезпечення цінової стабільності є найбільш повним втіленням ідеї автономії центрального банку та проведення здорової монетарної політики. Зокрема, це пов'язано з тим, що соціальне та макроекономічне значення подолання гіперінфляції та її наслідків, в

умовах, коли суспільні преференції щодо рівня інфляції ще не сформувалися, виглядало потенційно більш важливішим, ніж визначення в перспективі оптимального (для суспільства) рівня інфляції.

По-друге, слід відзначити відсутність об'єктивних передумов для імплементабельності мандату, що передбачає цінову стабільність. В умовах відходу від системи державного регулювання цін, збереження значного сегменту цін, що продовжує регулюватися державою, асиметричної секторної цінової лібералізації центральний банк не може нести повної відповідальності за підтримання цінової стабільності. Це обумовлено тим, що зрушення у відносних та абсолютних цінах можуть враховувати і позамонетарні фактори, які пов'язані з процесом лібералізації та структурних перетворень. Незважаючи на те, що такі немонетарні фактори не можуть визначати панівного інфляційного тренду навіть у постсоціалістичних країнах і тим більше створювати передумови для виникнення інфляції, яка вимірюється двозначними числами, в умовах виходу на низькі інфляційні траєкторії вони стають дуже суттєвими<sup>264</sup>. Це пов'язано з тим, що ефективність чіткої ідентифікації монетарних і немонетарних факторів створення одного проценту інфляції падає мірою наближення інфляції до нуля та перетворення останньої в об'єкт щільного монетарного контролю.

По-третє, абстрактні визначення мандату, знижуючи формальний рівень незалежності центрального банку, можна вважати своєрідною похідною характеру трансформаційних процесів. Попри спільність для переважної більшості трансформаційних країн закономірності розгортання в часовій площині інфляційних процесів (стрибок інфляції, гіперінфляція, поступове зниження інфляції в рамках макростабілізаційних заходів, вихід на однозначний інфляційний фон), інституціональне забезпечення цього процесу перестає бути спільним, що втілюється у характері суперечностей підчас процесу макроекономічної стабілізації, проблемі ув'язки інфляції, яку необхідно знижувати, з подальшими структурними змінами в економіці, і що, у свою чергу, відображає роль центрального банку у створенні

---

<sup>264</sup> Теоретичні та практичні проблеми дискусії про природу інфляційної динаміки впродовж ринкової трансформації піднімалися нами у: Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — С. 185-188.

макроекономічних передумов поглиблення ринкової трансформації. Відповідно, чим менш інституціонально захищеним виявився центральний банк у постстабілізаційний період, коли відбувається процес зниження інфляції і починають розгортатися найбільш інтенсивно структурні реформи, тим більшою мірою завищений інфляційний фон кореспондує із затримками у сфері просування останніх. Останнє заходить вираз і у прихованих бюджетних проблемах, і в спорадичних чи перманентних боргових кризах, і в повільному забезпеченні жорстких бюджетних обмежень на мікрорівні тощо. Зокрема, з політико-економічних міркувань в умовах поверхневих реформ та нерозвинутих демократичних інститутів слабкий статус центрального банку, що формується за рахунок абстрактних формулювань його основного завдання, може сприйматися як більш бажаний, оскільки він, з одного боку, дозволяє забезпечувати інфляційні стимули для грошових компенсацій неформальних стосунків між бюджетом і економічними агентами чи навіть суто між економічними агентами, внаслідок чого відбувається зниження податкових надходжень, а з іншого, — уникати політичної відповідальності за поточну інфляційну ситуацію, оскільки при абстрактному мандаті така відповідальність (або краще сказати невідповідальність) завжди буде продуктом політичного компромісу в макроекономічних умовах *ex post*. Природно, що в такому випадку існуватиме тенденція до перетворення монетарної політики в об'єкт досягнення рівноваги на політичних ринках, коли дозовані реформи кореспондуватимуть з дозованим монетарним контролем за цінами. Оскільки становлення громадянського суспільства не відбувається швидко, то природно, що ліквідація порочного зв'язку між керованою незалежністю центрального банку і повільним поступом реформ відтерміновується на ті періоди трансформації, на які припадає політична затребуваність поглиблення системних перетворень.

Щодо переходу на здійснення політики стабільності цін (через відповідні зміни мандату), то можна виділити кілька взаємопов'язаних детермінант, які, однак, мають дещо відмінне функціональне та мотиваційне підґрунтя: А) макроекономічні; Б) ті, що забезпечують інституціонально-формальну підтримку технологічних змін у монетарній політиці; В) інтеграційні.



Макроекономічні детермінанти відображають складний комплекс проблем, які виникли у сфері інфляції вже після того, як відбулося досягнення її однозначного рівня. Так, практично усі перехідні суспільства зіткнулися з проблемою неможливості швидкого забезпечення співмірного з розвинутими країнами рівня інфляції. В багатьох випадках він є навіть вищим, ніж у більшості латиноамериканських та азійських країн з ринками, що виникають. Така ситуація відображає своєрідну ситуацію гонитви за економічним зростанням, коли глибокі технологічні зрушення та приплив капіталу створюють сприятливі передумови для акселерації приросту сукупного попиту, який, однак не може повною мірою врівноважитись сукупною пропозицією через наявність недосконалих ринкових інституцій, зокрема нерозвиненість алокаційного механізму. В сукупності це породжує негативні інфляційні очікування, які є такими, що суттєво не погіршують темпи економічного зростання у короткостроковому періоді, але, проявляючись у високому інфляційному фоні, створюють суттєві проблеми для подальшого поглиблення трансформаційного процесу. Перш за все такі проблеми стосується глибини процесу на мікрорівні. Незначна (до 10%), але стійка інфляція погіршує передумови для розвитку конкурентоспроможності, пригнічуючи чутливість економіки для подальшого інноваційного розвитку, що, природно, є викликом економічному зростанню у довгостроковій перспективі. Втім, попри те, що щільність зв'язку між грошовою пропозицією і ціновою динамікою у трансформаційних економіках в цілому послаблюється з кінця 1990-х рр., бюджетні дефіцити та профіцит платіжного балансу (в країнах з позитивним сальдо поточного рахунку він визначається експортними надходженнями, а в країнах з від'ємним поточним рахунком — припливом капіталу) створюють монетарні передумови для завищеного рівня інфляції при умові, що центральний банк вважає занадто високим ризик уповільнення економічного зростання за подальшої дезінфляції. Слід відзначити, що оцінка таких ризиків може бути дуже завищеною з огляду на достатньо високу відкритість трансформаційних економік, при тому, що мірою розвитку внутрішнього ринку та зростання фізичного ВВП монетарна політика дедалі більшою мірою орієнтується на досягнення внутрішньої рівноваги. За

рахунок цього стійкий високий інфляційний фон у постсоціалістичних країнах може розглядатись як структурна рестрикція подальшого прогресу у сфері зовнішньої конкурентоспроможності.

Важливо також відмітити, що стабілізація інфляції на однозначному числовими рівні ознаменовує формування відносно стійких макроекономічних пріоритетів в країні на тривалу перспективу. По-суті, це означає наближення до ринкового та демократичного розуміння характеру функціонування механізму макроекономічної політики з відповідним позиціонуванням у ній центрального банку. На цей момент в основному завершується розбудова інституціонального каркасу функціональної незалежності органів грошової влади, отже легітимізується принцип екзогенності грошової пропозиції та неможливості інфляційного стимулювання сукупного попиту. Отже, перехід до політики стабільності цін, що формально закріплюється у зміні мандату центрального банку, в даному випадку буде не просто юститабельним виміром прогресу у забезпечення монетарної автономії, для чого існують певні еволюційні передумови, а подальшим кроком у системному реформуванні основ макроекономічної політики. Такі зміни не просто позиціонують монетарні органи в структурі останньої. З одного боку, це є відображенням того, що відбувається розуміння необхідності не просто забезпечення економічного зростання, а насичення його якісно новим змістом. Зростання за стабільності цін природно змінює свою якість, стаючи більш інноваційним та проконкурентним. Те, що такі зміни відбулися тоді, коли ринкова трансформація триває вже понад десять років, відображає нагромадження критичної маси економічного розвитку, коли збереження його екстенсивних елементів загрожує законсервувати структурну слабкість та відсталість перехідної економіки, а тому потрібен вивід на передній план детермінант економічного зростання його найбільш інноваційно-інтенсивних складових. З іншого боку, реформування мандату в напрямку визнання цінової стабільності основним завданням усуває ризик дозованого характеру монетарної автономії, визначеного поточним політико-кон'юнктурним моментом, підчас якого можуть актуалізуватись ті дистрибутивні преференції, які пов'язані зі збереженням елементів старої економічної системи,

наслідком чого може стати уповільнення реформ загалом, або їх асиметричне просування у різних сферах.

Попри те, що більшість трансформаційних країн зіткнулися з даною проблемою, найбільш характерно вона проявилась у Польщі, яка першою (у 1997 р.) перейшла на зміну інституціонального формату основного завдання центрального банку, що позначилось на позитивних зрушеннях у динаміці інфляції у ній вже з 2000 р. (див. табл. Ж.1., Ж.1.1. додатку Ж), та Чехії, де політика мінімізації інфляції відбулася раніше (див. указані табл.), але зміни мандату пізніше (2002 р.).

Стосовно інституціонально-формальної підтримки технологічних змін у монетарній політиці, то можна зауважити: зміна мандату супроводжувала процес переходу до офіційного таргетування інфляції. Такий випадок демонструє те, що вищенаведені макроекономічні детермінанти реформування мандату є актуальними, однак відповідь на вище проаналізовані макроекономічні виклики набуває подвійного виразу. Таргетування інфляції повинно забезпечити технологічні передумови модернізації поведінки центрального банку для подальшої дезінфляції і здійснення політики стабільності цін, а зміна основного завдання відображає створення найвищих інституціональних передумов для цього, що втілюється у відповідному реформуванні законодавчого підґрунтя монетарної політики. Характерним прикладом цього є Угорщина, в якій має місце один з найвищих рівнів інфляції серед трансформаційних країн, що стали членами ЄС. Так, якщо в Чехії та Польщі перехід до таргетування інфляції ні в часі, ні у формальному вимірі не пов'язаний зі змінами мандату, то в Угорщині вони відобразили бінарність одного процесу.

Інтеграційний фактор зміни основного завдання центральних банків найбільш яскраво простежується на прикладі Словенії, Словаччини, країн Прибалтики та Хорватії. Окрім другої, у них має місце один з найнижчих темпів інфляції серед перехідних економік. При цьому, в кожній з них мандат передбачав абстрактне визначення основного завдання, а в Естонії та Литві продовжує функціонувати система валютної ради, яка вважається інституціонально та технологічно несумісною з політикою стабільності цін, оскільки остання передбачає домінування

параметру реакції на інфляцію в системі встановлення величини монетарних інструментів, а не на валютний курс. З огляду на достатньо низький рівень інфляції в даній групі країн можна припустити, що вище охарактеризовані макроекономічні ризики збереження стійкого високого інфляційного фону (до 10%) є для них менш актуальними, ніж для Польщі, Чехії чи Угорщини. Отже, мінімізація зростання цін у них підтримується і без відповідного формального визначення основного завдання. Тому саме з огляду на процеси європейської інтеграції, необхідними передумовами чого є відповідність критеріям участі у Європейській системі центральних банків, реформування основного завдання органів грошової влади указаних країн напряду ув'язується з необхідністю забезпечення євростандартів монетарної політики. Стабільність цін як один з них, з одного боку, є інституціональним підґрунтям функціонування ЄЦБ, а з іншого, — вона відображає модальні принципи побудови механізму макроекономічної політики в європейській інтеграційній зоні, слідування яким стає актуальним для країн-кандидатів на приєднання. За рахунок цього трансформація мандатів центральних банків постсоціалістичних країн з яскраво вираженими євро-пріоритетами (вже фактичних членів ЄС і країн-кандидатів на приєднання за другої хвилі розширення ЄС) стає функціональним елементом їх політики євроінтеграції з певною варіативністю в акцентах на ній відповідно до власних поточних макроекономічних цілей<sup>265</sup>.

Важливо відмітити, що інтеграційний вектор трансформації монетарної політики у постсоціалістичних країнах багато в чому зумовлюється проблемами, які етимологічно випливають з подальшого розширення спектру впливу глобалізації мірою поглиблення ринкового реформування. Тобто специфікою впливу глобалізації на трансформаційні економіки є те, що його характерні особливості починають простежуватися мірою того, як просувається процес ринкового реформування. Більше того останній, з одного боку, виступає в ролі похідної глобальних трансформацій в тому розумінні, що глобалізація привносить елементи

---

<sup>265</sup> Специфічним прикладом трансформації мандату є Румунія, в якій мають місце найвищі темпи інфляції серед усіх країн Центрально-Східної Європи. Ухвалення якісно нового закону про Національний банк Румунії у 2004 р. демонструє і намагання посилити інституціональний каркас центрального банку для забезпечення зниження інфляції, і реакцію на макроекономічні виклики затяжної відносно високої інфляції, і спосіб наближення до євростандартів результативності монетарної політики та, водночас, її інституціонального забезпечення.

конкурентного тиску у внутрішні мікроекономічні та відтворювальні процеси. Приплив прямих іноземних інвестицій, нові технології та перші ознаки космополітизації національного бізнесу є свідченням того, як процес ринкової трансформації впливає з явища глобалізації, або індукується нею. В цьому розумінні можна також констатувати, що виживання у глобальній економіці ґрунтується на тому, наскільки ефективно буде реформована національна економіка та її окремі сектори, які найбільшою мірою інтегровані з першою, і наскільки існує інституціональне підґрунтя макроекономічної політики спроможне забезпечити фундаментальні передумови для запобігання валютно-фінансовим потрясінням в умовах наростаючого втягнення постсоціалістичних країн в глобальну мобільність капіталу. З іншого боку, ринкова трансформація задає якісний спектр того, як (у який спосіб) глобалізація справлятиме вплив на економіки країн, що здійснюють ринкові реформи.

Попри це, центральні банки перехідних суспільств серед усіх органів макроекономічної політики чи не найбільшою мірою зіткнулися з проблемою глобалізації. Це явище можна вважати природнім з огляду на зовнішню нерівновагу постсоціалістичних країн (див. табл. К.1., К.2. додатку К) та те, наскільки вона індукована внутрішньою ув'язкою між характером ринкового реформування економіки і економічним зростанням, з одного боку, та монетарною політикою як складовою факторних детермінант процесу перетворень з іншого. Отже, в умовах ринкової трансформації центральні банки будуть стикатися з набагато складнішою проблемою: вплив глобалізації на монетарну політику відбуватиметься на тлі збереження специфіки впливу перехідного процесу на розбудову основних елементів монетарного регулювання (трансмісійний механізм, передумови для розвитку тих чи інших монетарних інструментів, макроекономічні передумови для вибору системи таргетування тощо).

В загальному вплив глобалізації на монетарну політику при переході до ринку можна представити як сукупність каналів, через які передаються імпульси сутнісних елементів глобалізації на центральні банки постсоціалістичних країн (табл. 4.1.).

*Таблиця 4.1.*

## Канали впливу глобалізації на монетарну політику постсоціалістичних країн

Канал впливу	Характеристика наслідків для монетарної політики
Торгівельна відкритість	<p>В більшості своїй трансформаційні економіки мають високу торгівельну відкритість. Як наслідок: А) це підвищує значення стабільності валютного курсу для забезпечення внутрішньої цінової стабільності, з огляду на збереження актуальності передавального ефекту від зміни номінального курсу на інфляцію; Б) це позначається на збільшенні частки товарів, що є предметом міжнародної торгівлі, в структурі кінцевого та проміжного споживання, внаслідок чого може формуватися позитивний дефляційний вплив (як по каналах підвищення конкуренції на ринках і усвідомлення нейтральності монетарної політики, так і по каналах впливу цього на кінцеві ціни); В) це може погіршити прогнозування базових макроекономічних показників, які закладаються у визначення інфляційної цілі чи цільового приросту грошових агрегатів, оскільки фундаментальні тренди щодо сукупної пропозиції, задаючись екзогенно, можуть коливатися відповідної глобальних флуктуацій кон'юнктури; Г) торгівельна відкритість залишається базовим каналом регіоналізації валютних криз та загальним фактором вразливості країни до флуктуацій у сфері поточного рахунку платіжного балансу, оскільки в такому випадку (висока відкритість) його значення для макрофінансової стабільності зростає тощо.</p>
Необхідність забезпечення цінової стабільності	<p>Інфляція в умовах глобалізації розглядається інвесторами як негативний фактор в системі мотивацій до вкладання коштів у країну. Як наслідок, центробанки повинні забезпечити стабільність цін для того, щоб рівень інфляції в країні був принаймні нейтральним фактором щодо ухвалення рішень про країну алокації інвестицій. З іншого боку, забезпечення цінової стабільності розглядається як принциповий фактор підвищення ефективності монетарної політики: А) цінова стабільність усуває суттєві зрушення у відносних цінових структурах, що в умовах високої торгівельної відкритості повинно позначитися на стабілізації умов торгівлі в розрізі товарних груп і привнесення за рахунок цього позитивного ефекту для кристалізації відносних переваг; Б) забезпечення цінової стабільності розглядається як принциповий фактор запобігання суттєвій реальній ревальвації валютного курсу, що дозволяє підтримувати зовнішню конкурентоспроможність з допомогою обмеженого маневру щодо номінальної девальвації; В) цінова стабільність створює базові макроекономічні передумови для підвищення алокаційної ефективності економіки, зокрема, за рахунок того, що це спонукає до посилення інноваційно-інвестиційних факторів економічного зростання, внаслідок чого формуються монетарні передумови для якісних змін в моделі економічної динаміки.</p>
Висока мобільність капіталів	<p>Даний канал відображає вплив на монетарну політику з боку глобалізації на кількох рівнях. На макрорівні це визначає ситуацію, коли систематична реакція на валютний курс, коливання якого визначаються мобільністю капіталів, унеможлиблює забезпечення цінової стабільності. Сила даного ефекту посилюється мірою того, як інфляція падає, а інтеграція з глобальними ринками ущільнюється. Окрім цього, зміни у грошовій масі та у валютному курсі в умовах ринкової трансформації приблизно однаково впливають на внутрішню цінову динаміку. Через це, контроль одразу за двома показниками ускладнюється з огляду на волатильність потоків капіталу. Більше того, така ситуація може провокувати валютні спекуляції і щодо підвищувального, і щодо знижувального курсового тренду. На технологічному рівні монетарної політики дана проблема зводиться до того, що неможливо спрогнозувати наперед, яка частина грошової бази формуватиметься за рахунок операцій на</p>

	валютних ринках для їх врівноваження з міркувань переливів капіталу. Як наслідок, є необхідним розширення діапазону коливань валютних курсів та визнання базовим пріоритетом монетарної політики безпосереднього контролю за інфляцією.
Вирівнювання процентних ставок та інтеграція фінансових ринків	А) В умовах високої інтеграції ринків існує тенденція до визначення процентних ставок за рахунок екзогенних факторів безвідносно до режиму валютного курсу. Стосовно трансформаційних економік це особливо простежується з огляду на потрапляння у гравітаційне поле євrorинку. Як наслідок, значення валютного курсу в стабілізаційній політиці знижується, тобто втрачається здатність абсорбувати шок за рахунок корекції його номінального значення. Б) Вирівнювання ставок ускладнює проведення монетарної політики, що орієнтується на внутрішню рівновагу, оскільки значення монетарних акцій для впливу на ув'язку “довгострокові ставки – динаміка сукупного попиту” падає. В) Трансформується трансмісійний механізм монетарної політики, оскільки фінансово-банківський сектор в процесі управління ліквідністю меншою мірою стає чутливий до змін в балансі центрального банку.
Приплив ПІІ	ПІІ є безпосереднім фактором врівноваження дефіцитів поточного рахунку платіжного балансу. Разом з тим, спостерігається їх домінуючий вплив на визначення динаміки валютних резервів. Це означає, що саме з динамікою ПІІ пов'язане достатньо експансивне зростання зовнішніх активів центральних банків трансформаційних країн, що стає принциповим фактором внутрішньої грошової пропозиції. Те, що дана тенденція має структурний характер, випливає з того, що постсоціалістичні країни є привабливим сегментом для глобальної алокації інвестицій внаслідок динамічного розвитку внутрішнього ринку, швидких позитивних зрушень в економіці, відносно дешевої і кваліфікованої робочої сили.
Ефект Баласи-Самуельсона	Приплив ПІІ та інші трансформаційні фактори (наприклад, підвищення значення сектору послуг та поступове зниження валових нагромаджень, порівняно з періодом командної економіки) створюють передумови для реальної ревальвації валютного курсу. Окремим аспектом даного явища є те, що внаслідок припливу ПІІ та внаслідок внутрішніх ринкових змін спостерігається значний шок продуктивності, здебільшого в експортному секторі. Як наслідок, формується тенденція до прискорення інфляції та реальної ревальвації (ефект Баласи-Самуельсона в чистому виді). З огляду на те, що даний ефект є фактором зростання факторних доходів і в секторах, де не відбулося позитивних зрушень в продуктивності, і з огляду на те, що експансія експортного сектору призводить до збільшення валютних резервів і внутрішньої грошової пропозиції з'являється ситуація, коли для підтримання цінової стабільності необхідна номінальна ревальвація, яка підвищує ризик зовнішньої конкурентоспроможності і фінансування платіжного балансу.
Валютна субституція пасивів	Інтеграція фінансових ринків, імперфекції внутрішнього фінансового ринку (неспроможність сформувати довгострокову структуру пасивів у власній валюті під низькі проценти), рівноважна тенденція до реальної ревальвації створюють передумови для нарощування зовнішніх приватних та державних запозичень. Як наслідок, в умовах потенційної дестабілізації платіжного балансу центробанки втрачають ефективні інструменти запобігти валютно-фінансовій кризі: підвищення ставок для захисту курсу робить банківський сектор вразливим до структурної невідповідності активів та пасивів, а девальвація здорожує обслуговування зовнішніх боргів.
Виконання критеріїв євро-	Оскільки дані критерії містять внутрішній конфлікт цілей монетарної політики (інфляція і процентні ставки з одного боку та +/-15% коливання валютного

конвергенції*	курсу з іншого), то в умовах високої мобільності капіталів та ефекту Баласи-Самуельсона центральні банки нових членів ЄС опиняються перед складною дилемою. Необхідність інфляційної конвергенції та вирівнювання процентних ставок: А) може справити депресивний вплив на економіку, уповільнюючи економічне зростання; Б) може суперечити необхідності підтримувати обмежений діапазон коливань валютних курсів, особливо в умовах значного внутрішнього шоку продуктивності. Даний конфлікт цілей може тягнути за собою спекулятивні атаки, які тільки погіршують можливості досягнення конвергенційних цілей у їх структурній цілісності, що вимагатиме додаткового коректування фіскальної політики, в чому існують певні сумніви. Особливо яскраво це простежується у тому, що провідні нові-члени ЄС (Польща, Чехія, Угорщина) не виконують маастрихтських обмежень щодо бюджетного дефіциту (табл. К.3. додатку К).
Інституціональна конвергенція	Аналіз еволюції центральних банків впродовж ринкової трансформації дозволяє стверджувати, що і тут простежується тенденція до формування сучасного історичного типу центральних банків. Проте в умовах перехідних економік це супроводжується виконанням формальних вимог ЄС та ЄВС щодо статусу монетарних органів, понад усе щодо їх незалежності та визначення цінової стабільності як мандату центробанків. Як наслідок, глобалізаційна тенденція до конвергенції у сфері інституціонального каркасу центробанків постсоціалістичних країн багато в чому привносить процедурами дотримання сумісності національного законодавства із законодавством ЄС. Втім, існують і внутрішньо трансформаційні передумови для актуалізації даної закономірності.

Примітка 1.: \* Для нових членів ЄС та тих країн, які будуть будувати макроекономічну політику на засадах виконання маастрихтських критеріїв.

2. Згруповано автором на основі аналізу: The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — P. 1-55.; The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy. — Czech National Bank, 2002. — P. 1-12.; Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. — 2003. — №267. — P. 6-29.; ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 1-8.; Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch. Accession Countries Face Increased Instability in ERM II // CEPR Policy Paper. — 2005. — №10. // [www.cepr.org](http://www.cepr.org).

Можна зробити наступні висновки для України з огляду на проголошений євроінтеграційний вектор та поступове підвищення впливу з боку глобальних ринків. З проведеного у табл. 4.1. аналізу випливає, що ефективність процесу євроінтеграції постсоціалістичних країн на сьогодні напряму визначається глобалізацією. З цього можна зробити висновок про те, що вкрай важливими є випереджаючі реакції макроекономічної політики щодо формального запровадження маастрихтських критеріїв в структуру національних макроекономічних пріоритетів. Така випереджаюча реакція має принциповий функціональний характер і пов'язана з тим, що чим раніше країна розпочне курс на номінальну конвергенцію, тим меншою мірою даватиметься взнаки проблема



виконання маастрихтських критеріїв після вступу до ЄС — напередодні вступу до ЄВС в світлі того, що висока мобільність капіталу та внутрішні інфляціогенні фактори посилюють гостроту конфлікту щодо виконання формальних конвергенційних нормативів у їх структурній цілісності. Відповідно, орієнтація на маастрихтські критерії конвергенції повинна розпочатись ще до вступу в ЄС, а створення інституціональних рамкових умов для цього — як мінімум за років 5 до цього. Такі рамкові умови в першу чергу повинні відображати модернізацію законодавства про центральний банк та визнання його основним завданням забезпечення та підтримання цінової стабільності. Природно, що така інституціональна новація повинна супроводжуватись змінами на імплементаційному рівні монетарної політики у вигляді поступового переходу до імпліцитного чи експліцитного таргетування інфляції. Зокрема, це створюватиме передумови для посилення симетрії у реалізації монетарної політики в ЄВС та країні-кандидаті на приєднання та передбачатиме випереджаючу адаптацію до потенційного інтеграційного шоку, що може виникнути внаслідок переходу макроекономічної політики на маастрихтські цільові орієнтири за відносно короткий період.

Можна стверджувати, що побудова стратегії монетарної інтеграції із зоною євро повинна спиратися на наступні принципи:

інституціональної симетрії (спільність принципів, що покладаються в основу вибору макроекономічних пріоритетів та їх формалізація, в першу чергу — підвищення незалежності центрального банку до рівня, що відповідає вимогам ЄЦБ та критеріям, розробленим Європейським монетарним інститутом для цього). Спосіб втілення — реформування законодавства про центральний банк;

антиципації режиму макроекономічної політики (випереджаюче запровадження орієнтації на маастрихтські критерії конвергенції в структуру національних цілей макроекономічної політики). Спосіб втілення — досягнення 2% інфляції до вступу до ЄС, а не ЄВС та відповідні зміни у монетарній та фінансовій політиці;

макроекономічної, зокрема, монетарної однорідності (дотримання спільних принципів та характеру реалізації монетарної політики та поступове наближення

функції реакції центрального банку до тої, яка має місце в ЄВС). Спосіб втілення — перехід до таргетування інфляції;

технологічної (технічної) сумісності (побудова подібної за структурою та методологією системи інструментів монетарної політики, що дало би можливість послабити дезадаптивний шок у сфері фінансового посередництва та антиципіювати зміни у трансмісійному механізмі). Спосіб втілення — стандартизація монетарних інструментів, яка, однак, можлива в системі забезпечення номінальної конвергенції.

#### **4.2. Емпіричний аналіз інституціонального виміру монетарної політики в постсоціалістичних країнах: роль глобалізації та євроінтеграції**

Емпіричний аналіз зв'язків між незалежністю центральних банків та макроекономічною ситуацією впродовж ринкової трансформації також виявляє ряд специфічних закономірностей, які, певною мірою, йдуть врозріз з усталеними теоретичними узагальненнями з приводу цього. Наприклад, дослідження Т.Лайбека, до вибірки якого увійшли країни колишнього СРСР за період 1992-1997 рр.<sup>266</sup>, підтверджують це. По-перше, обернений зв'язок між рівнем незалежності центральних банків та показником інфляції чітко простежується, однак за рахунок великої варіації інфляції в розрізі країн під час трансформаційного процесу такий зв'язок є не дуже щільним для періоду 1992-1997 рр. ( $R^2=0,20$ ) і підвищується для періоду 1995-1997 рр. ( $R^2=0,46$ ). З цього емпіричного факту можна зробити висновок, що зниження інфляції внаслідок реалізації відповідних стабілізаційних програм дозволяє більш рельєфно відображати вплив рівня незалежності органів грошової влади на цінові тренди. По-друге, на відміну від розвинутих країн, де в більшості випадків не спостерігається зв'язку між автономним статусом органів грошової влади та показником ВВП, для країн колишнього СРСР така залежність очевидна ( $R^2=0,31$ ). Тобто, це означає, що слабкий статус центральних банків постсоціалістичних країн, будучи чинником, що не запобігав гіперінфляції на початках трансформації, опосередковано негативно впливав і на динаміку ВВП в тому розумінні, в якому висока незалежність центральних банків дозволяє

---

<sup>266</sup> Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/4 // [www.imf.org](http://www.imf.org)

запобігати гіперінфляції і обвальному економічному спаду, викликаному нею. А більш високий показник щільності зв'язку в даному випадку порівняно з попереднім, з одного боку, посилює відображення загальної тенденції негативного впливу гіперінфляції на ВВП, а з іншого, — дозволяє констатувати, що незалежність центральних банків пришвидшує вихід з режиму м'яких бюджетних обмежень, в наслідок чого посилюється дія ринкового алокаційного механізму. Зазначені результати узгоджуються з отриманими нами даними щодо існування зв'язку між динамікою вимог до уряду в активах центральних банків та негативною динамікою ВВП (див. вище). По-третє, існує зв'язок між рівнем незалежності органів грошової влади даної групи країн і індексом ринкових перетворень ЄБРР ( $R^2 = 0,38$ ). А це вже говорить про непересічну важливість статусу центрального банку для загальної системи ринкової трансформації, оскільки докорінна реформа органів грошової влади автоматично тягне за собою цілий спектр перетворень на інституціональному та макроекономічному рівні. По-четверте, не існує будь-якого простежуваного зв'язку між рівнем інфляції та кількістю керівників центральних банків (індекс Цукермана), але такий результат можна пояснити незначним часовим періодом дослідження. Згідно Лайбека найвищі рейтинги автономного статусу отримали центральні банки Киргизії, Грузії, Молдови, Естонії, Вірменії, Литви, Латвії та Казахстану. Далі — Росії, Узбекистану, Туркменістану, Азербайджану, Білорусі, Таджикистану та України.

Зазначимо, що однією з методологічних вад дослідження Лайбека є те, що взятий за основу формальний індекс базувався на законодавстві, фактична чинність якого дещо не співпадала з часовим періодом дослідження. Наприклад, згідно його підходу, найнижчий рівень незалежності серед центральних банків колишнього СРСР мав НБУ з огляду на законодавство 1991 р., проте, на наш погляд, станом на 1997 р. фактичний статус Національного банку України був дещо вищий за формальний, наприклад, з огляду на конституційні положення, прийняті у 1996 р.,

хоча тільки ухвалення нового Закону про НБУ від 1999 р. реально його підвищило<sup>267</sup>.

Для перевірки виявлених закономірностей у іншому часовому періоді та додаткового тестування висновків Лайбека ми пропонуємо побудову власного індексу, специфікація параметрів якого подається у табл. 3.1. додатку 3. Максимальне значення індексу дорівнює 21. Чим вище індекс, тим вищою є автономія центрального банку. Побудова індексу відбулася на основі експертного аналізу законів про центральні банки. Сума другого, третього, четвертого (разом) та п'ятого (разом) показників відображають політичну незалежність; сума шостого, сьомого та восьмого показників — економічну незалежність; сума двох останніх показників відображає відповідальність та транспарентність центрального банку.

Специфікою індексу є врахування особливостей становлення системи центральних банків у перехідних економіках, а також закономірностей, виявлених Л. Жакоме в процесі дослідження взаємозв'язку між статусом центральних банків і інфляцією у Латиноамериканських країнах<sup>268</sup>.

По-перше, значення такого параметру як кредитування уряду є найбільшим з огляду на проаналізовані вище загально трансформаційні проблеми становлення органів грошової влади та їх стосунків з урядами, оскільки фактор монетизації бюджетних дефіцитів є найбільш характерним при виявленні особливостей функціонування центральних банків у перехідній економіці та в інших слаборозвинутих країнах. По-друге, вводиться параметр, що відображає підпорядкованість кредитування останньої інстанції реалізації головного завдання. Оскільки трансформаційна економіка характеризується суттєвими проблемами рекапіталізації банківської системи та спорадичними банківсько-платіжними кризами, то інфляціогенність необмеженого кредитування останньої інстанції є очевидною (достатньо згадати російську банківську кризу 1998-1999 рр.). По-третє, в сукупності на параметри, що відображають політичну незалежність центрального

---

<sup>267</sup> Для прикладу, якщо впродовж 1995-1998 рр. зв'язок між зростанням залучених коштів через ринок ОВДП та динамікою грошової бази в Україні є статистично значимим ( $R^2 = 0,51$ ), то вже за період 1995-2000 рр. суттєво послаблюється ( $R^2 = 0,3$ ). Це опосередковано підтверджує факт підвищення економічної незалежності НБУ. Див. Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 177.

<sup>268</sup> Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212 // [www.imf.org](http://www.imf.org)

банку, в структурі нашого індексу припадатиме найбільша питома вага, що зумовлюється емпірично виявленим найщільнішим зв'язком між політичною автономією монетарних органів та інфляцією у дослідженнях Жакоме. Можливість трансплантації на підґрунтя перехідної економіки закономірностей, виявлених на прикладі країн Латинської Америки, обумовлюється спільними явищами — в обох випадках інституціональна слабкість політичної системи та відсутність ефективних механізмів контролю за фіскальним тиском на центральні банки зумовлюють потенційні ризики послаблення формальної незалежності монетарних органів. По-четверте, параметр, що відображає основне завдання центрального банку, є більшим тою мірою, якою таке завдання найбільш експліцитне, тобто виражене як цінова стабільність, що є найефективнішим засобом створення легітимних та транспарентних рамок макроекономічного призначення монетарних органів.

Згідно першого проведеного дослідження, яке охоплювало 15 країн колишнього СРСР за період 1998-2001 рр. було виявлено наступні закономірності: існує яскраво виражений обернений зв'язок між індексом незалежності центральних банків колишнього СРСР та інфляцією (але статистична значимість не є високою; нижче, ніж у дослідженні Лайбека); існує обернений зв'язок між індексом і нагромадженням ВВП (статистична значимість зв'язку є дещо вищою, ніж у попередньому випадку), що демонструє розходження з усталеним поглядом на проблему впливу статусу органів грошової влади на економічну динаміку; втім, таку ситуацію слід розглядати під кутом зору того, що в цей період відбулася шокова реакція монетарної політики на валютно-фінансову кризу в Росії, внаслідок чого несподіваний сплеск інфляції в окремих країнах створив додаткові стимули для зростання ВВП тощо<sup>269</sup>.

Оскільки, з одного боку, виявлені закономірності розходяться з усталеним світовим досвідом, а з іншого, — на досліджуваний період припали кризові потрясіння, що спотворили алгоритм протікання макроекономічних процесів, для

---

<sup>269</sup> Більше детальний аналіз див.: Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — С. 177-187.

емпіричної верифікації незалежності центральних банків трансформаційних економік було розширено вибірку та дещо змінено строковий період дослідження.

Так, розширена, порівняно з попереднім тестуванням, вибірка складається з 15 країн колишнього СРСР та Болгарії, Хорватії, Польщі, Чехії, Угорщини, Румунії, Словаччини, Словенії. Порівняння рівня незалежності центральних банків указаних країн та його кількісна оцінка відповідно до обрахованого індексу наведена на рис. 3.1. додатку 3.

Щодо строкового періоду, то дане емпіричне дослідження було здійснено для 1998-2004 рр. та 2000-2004 рр. Перший період охоплює практично увесь останній період перехідного процесу, також охоплює завершення постстабілізаційної фази трансформації, він частково перекриває строковий період попереднього дослідження, але в хронологічному порядку слідує за періодом, охопленим дослідженням Лайбека. Другий — дозволяє елімінувати вплив фактора валютно-фінансової кризи у Росії на розвиток інфляційних процесів у більшості пострадянських країн, оскільки вже після 1999 р. інфляція почала знижуватись в цілому по вибірці та в тих країнах колишнього СРСР, де мають місце найбільш незалежні центральні банки, які, однак, не запобігли інфляційному стрибку у 1998-1999 рр. Окрім цього, на цей період припадає трансформація монетарної політики у багатьох Центрально-Східних країнах, зокрема за рахунок інституціонального закріплення реалізації політики стабільності цін та монетарної адаптації до вступу в ЄС.

Дане емпіричне тестування дозволяє верифікувати вплив формального статусу монетарних органів указаної групи країн на макроекономічну ситуацію на основі регресійного аналізу зв'язку між індексом незалежності відповідних центральних банків та нагромадженою інфляцією і нагромадженим ВВП. (Для тестування також бралися показники середньої інфляції та ВВП за відповідні періоди, але в обох випадках показник щільності зв'язку повністю збігається з аналогічним по показниках нагромадженої інфляції та ВВП; змінюється тільки коефіцієнти у рівнянні тренду. З огляду на те, що в попередньому дослідженні використовувався

показник нагромадженого ВВП, то для співставності результатів ми будемо використовувати саме цю групу показників). Його результати демонструє табл. 4.2.

Таблиця 4.2.

**Зв'язок між індексом незалежності центральних банків трансформаційних економік та нагромадженою інфляцією і нагромадженим ВВП**

Період	ІНЦБ* та нагромаджена інфляції		ІНЦБ та нагромаджений ВВП	
	Рівняння тренду	R <sup>2</sup>	Рівняння тренду	R <sup>2</sup>
Усі країни, включені до вибірки				
1998-2004 рр.	$Y = -22,985x + 480,16$	0,23	$Y = -2,8752x + 80,38$	0,29
2000-2004 рр.	$Y = -11,946x + 253,04$	0,26	$Y = -1,7357x + 56,045$	0,19
Країни колишнього СРСР				
1998-2004 рр.	$Y = -22,164x + 473,31$	0,21	$Y = -2,5671x + 80,013$	0,30
2000-2004 рр.	$Y = -11,529x + 248,6$	0,24	$Y = -1,3259x + 53,881$	0,16
Країни Центрально-Східної Європи**				
1998-2004 рр.	$Y = -24,151x + 488,81$	0,19	$Y = 1,3962x - 2,2499$	0,06
2000-2004 рр.	$Y = -14,601x + 295,06$	0,23	$Y = 0,3668x + 11,408$	0,01
Країни, нові члени ЄС***, та Болгарія, Хорватія і Румунія				
1998-2004 рр.	$Y = -19,997x + 412,1****$	0,22	$Y = 2,3886x - 16,852$	0,16
2000-2004 рр.	$Y = -12,182x + 250,38****$	0,27	$Y = 1,8925x - 12,636$	0,17

Примітка: 1. Обрахунки автора. Індекс — рис. 3.1. додатку 3. Дані по інфляції та ВВП— додаток Ж.

2. ІНЦБ — індекс незалежності центральних банків.

3. \*\* — Болгарія, Хорватія, Польща, Чехія, Угорщина, Румунія, Словаччина, Словенія.

4. \*\*\* — Польща, Чехія, Угорщина, Румунія, Словаччина, Словенія, Естонія, Латвія, Литва.

5. \*\*\*\* — Аналогічні обрахунки за виключення Румунії з вибірки підвищують показник щільності зв'язку відповідно до 0,28 та 0,33.

На основі проведеного регресійного аналізу можна виявити наступні закономірності:

існує яскраво виражений обернений зв'язок між індексом незалежності центральних банків і інфляцією у трансформаційних економіках. Щільність зв'язку для аналізованих періодів є вищою в усіх випадках (див. табл. 4.2.), порівняно з попереднім дослідженням, яке охоплювало період 1998-2002 рр., та, відповідно, по країнах колишнього СРСР, хоча, вона не досягає статистично значимого рівня. Втім, така щільність є нижчою, порівняно з тою, яка має місце у дослідженні Лайбека країн колишнього СРСР впродовж 1992-1997 рр. Ситуацію з відносно низькою щільністю зв'язку може пояснити емпіричний фактор нетотожності між індексним виміром формальної монетарної автономії і інфляційними процесами, тобто коли фактичний перебіг останніх йде всупереч з теоретичним припущенням з огляду на відповідний індекс незалежності. Наприклад, така ситуація характерна для

Азербайджану (низька монетарна автономія і низька нагромаджена інфляція) Молдови, Угорщини, України (навпаки), Латвії (невисока автономія (згідно індексу) і низька інфляція);

така залежність простежується без виключення по усіх групах країн (до таких груп можна віднести країни колишнього СРСР — перша група, країни Центрально-Східної Європи — друга група, країни-нові члени ЄС та кандидати на приєднання — третя група). Однак, в розрізі країн щільність зв'язку варіюється. Найвищою вона є для країн третьої групи (значення  $R^2$  зростає, якщо з групи вилучити Румунію, країну з найвищою інфляцією серед європейських країн (окрім Беларусі)), що можна пояснити вищим ступенем гомогенності самої групи та нижчою варіацією показників, зв'язок між якими досліджується. Втім, те, що найнижча щільність зв'язку характерна для другої групи, порівняно, наприклад, з першою, може свідчити про підтвердження усталеного теоретичного припущення, згідно якого вплив формального статусу центрального банку на інфляцію зменшується тою мірою, якою остання перебуває під щільним контролем першого, тобто, чим більш ефективною стає монетарна політика внаслідок забезпечення реальної монетарної автономії в країні;

у другому періоді (2000-2004 рр.) щільність зв'язку між відповідними показниками є вищою для усіх груп країн, порівняно з першим періодом (1998-2004 рр.). З одного боку, це можна пояснити зменшенням варіативності показника інфляції у другому періоді, з огляду, наприклад, на знижувальний тренд останньої, властивий більшості трансформаційним країнам в указаний період. З іншого, — така ситуація може обумовлюватись тим, що у другому періоді поступово елімінується вплив інфляційного сплеску, викликаного валютно-фінансовими потрясіннями 1996-1998 рр. в регіоні та адаптацією до них. Також, на основі різниці між коефіцієнтами щільності зв'язку в розрізі груп країн (для першої групи він становить 0,3, для другої — 0,4, для третьої — 0,5) можна побачити, що зменшення ролі шокового фактора, яким можна вважати прискорення інфляції у 1997-1999 рр. в більшості трансформаційних економік, стає більш яскраво вираженим для тих країн, які більш глибоко просунулися по шляху реформ. Тобто, кристалізація значимості принципу



монетарної автономії для визначення рівнів інфляції обумовлюється також і швидкістю адаптації до шоку. Причому, така адаптація відбувається не просто у середовищі монетарних дій, а, скоріше, у політичному середовищі визначення макроекономічних пріоритетів. Це вносить корективи у припущення про те, що, чим ефективнішою стає монетарна політика у сфері контролю за ціновою динамікою, тим детермінуюче значення незалежності центральних банків для рівнів інфляції знижується. Можна стверджувати, що у випадку трансформаційних країн значимим є інституціональний чинник макроекономічної адаптації до шоків. Інтеграція з ЄС може вважатися таким чинником. На тлі цього важливо відмітити, що збереження щільності зв'язку у період мінімізації інфляції та навіть його підвищення порівняно з періодом актуальності адаптації до шоку, є свідченням того, що статус центрального банку є істотним для визначення інфляційної ситуації не тільки в умовах гіперінфляційних процесів чи в періоди високої цінової динаміки, але й в періоди, коли інфляція в більшості випадків вимірюється однозначним числом. Це означає, що фактор інституціонального закріплення автономії монетарної політики в умовах трансформаційних країн є суттєвий безвідносно до рівня інфляції;

зв'язок між індексом незалежності центральних банків і нагромадженим ВВП не дозволяє зробити узагальнюючі припущення, як у випадку з інфляцією. Це обумовлюється відмінним характером залежності між даними показниками і її щільністю зв'язку, що пояснюється негомогенним характером груп щодо актуальних факторів економічного зростання. Так, обернений зв'язок властивий усій вибірці та країнам колишнього СРСР, а прямий — другій і третій групі;

те, що для вибірки в цілому властивий обернений зв'язок між монетарною автономією і нагромадженим ВВП (для першого періоду щільність зв'язку навіть вища, ніж для випадку інфляції), може пояснюватись домінуванням у ній пострадянських країн, для яких несподівана інфляційна адаптація до шоку в Росії, яка викликала економічне пожвавлення, була більш тривалою в часі;

в розрізі періодів щільність зв'язку між монетарною автономією і нагромадженим ВВП поводить себе протилежно, порівняно з випадком інфляції, і це характерно для всіх випадків, коли такий зв'язок є обернений. При цьому, якщо для

1998-2004 рр. характерний щільніший зв'язок між індексом і нагромадженим ВВП, ніж нагромадженою інфляцією, то для 2000-2004 рр. — навпаки — щільність зв'язку між індексом і інфляцією стає вищою. Результат для першого періоду кореспондує із попереднім дослідженням, тоді як результат для другого періоду демонструє зростання вірогідності нашого припущення, що такий теоретично аномальний зв'язок є наслідком адаптації до зовнішнього шоку. Падіння щільності зв'язку при дослідженні впливу незалежності центральних банків на ВВП обумовлюється послабленням дії шокового фактора, що випливає з хронологічної відмінності періодів, внаслідок чого щільність зв'язку між індексом і інфляцією зросла, а, відповідно, ВВП — зменшилась. Отже елімінування актуальності шоку в часі наближає ситуацію до теоретично релевантної. Втім, все-таки суттєвий негативний вплив монетарної автономії на динаміку ВВП на прикладі країн колишнього СРСР не можливо пояснити виключно інфляційною реакцією органів грошової влади на кризу у Росії. Можна припустити, що така ситуація, з одного боку, обумовлюється протилежним характером реакцій центральних банків з фактично високим автономним статусом і їх негативним наслідком для ВВП (наприклад, це властиво країнам Прибалтики) і центральних банків з формально високим статусом і позитивною реакцією ВВП на інфляційний стимул (Молдова, Грузія, Казахстан, Киргизія тощо); з іншого — в окремих країнах інфляційний стимул виявився суттєвим для підтримання економічного зростання, навіть всупереч формальному статусу органів грошової влади;

оскільки для другої та третьої групи країн властивий позитивний вплив монетарної автономії на економічне зростання, то це може свідчити про те, що чим глибше реформована економіка, тим більшою мірою жорстка монетарна політика створює передумови для більш динамічного розвитку. Більше того, оскільки таке зростання не зумовлюється інфляційними стимулами, то можна стверджувати, що воно матиме більш довгостроковий та стійкий характер, супроводжуючись позитивними змінами на відтворювальному рівні в напрямку підвищення конкурентоспроможності та інноваційності. При цьому, якщо для другої групи позитивний зв'язок має дуже низьку статистичну значимість, то для третьої групи

— навпаки — статистична значимість є високою і вона підвищується у другому періоді. Це свідчить про те, що група нових членів ЄС та кандидатів на вступ є більш гомогенною. Втім, важливість інституціонального значення монетарної автономії для покращення якості економічного зростання в умовах ринкової трансформації також впливає з того, що для третьої групи щільність зв'язку між індексом і нагромадженим ВВП зростає, а для другої — знижується;

висновок про сприятливі наслідки монетарної автономії для економічного зростання, що проявляється через позитивний зв'язок між індексом незалежності центральних банків і нагромадженим ВВП, в умовах переходу до ринку кореспондує з подібними результатами, виявленими Лайбеком. Однак, у випадку дослідження останнього такі висновки спираються на загально відомий теоретичний та практичний принцип, що гіперінфляція перешкоджає економічному зростанню, відповідно, незалежність монетарних органів як фактор запобігання їй створює сприятливі передумови для динаміки ВВП. Отримані нами результати за період 1998-2004 рр. та 2000-2004 рр. свідчать про подібні за формою, але якісно відмінні процеси. В указані періоди позитивні наслідки монетарної автономії для економічного зростання впливають не з того, що вона запобігає гіперінфляції, а з того, що це створює передумови для поглиблення реформування економіки на мікрорівні, ліквідації системи м'яких бюджетних обмежень, внаслідок чого стають актуальними фактори конкуренції та інноваційності для забезпечення динаміки ВВП. З цього можна зробити висновок, що незалежність центрального банку є принциповим елементом в створенні рамкових умов для просування та поглиблення ринкових реформ та стимулювання на цій основі економічного зростання на якісно новій основі.

Оскільки зниження інфляції теоретично розглядається як принципово важлива ознака інтеграції країни з глобальною економікою (в розумінні позитивного впливу дефляційних факторів глобального характеру, так і в розумінні того, що низька інфляція є ознакою здорової інституціональної ситуації та ефективної макроекономічної політики, що є факторами припливу інвестицій), а рівень незалежності центробанку впливає на інфляційну ситуацію, то виникає питання,

наскільки ступінь інтеграції країни з глобальною економікою позначається на інституціональному виборі щодо статусу монетарних органів. Оскільки торгівельна відкритість та мобільність капіталів (величина валових потоків приватного капіталу щодо ВВП) є фундаментальними ознаками глобалізації, то для визначення впливу останньої на характер статусу центральних банків був проведений регресійний аналіз зв'язку між середнім значенням зовнішньої торгівлі у ВВП та середніми валовими потоками приватного капіталу щодо ВВП за 2000-2003 рр. (відповідно до статистики Світового банку) та обрахованим індексом (див. табл. 4.3.). При цьому, брався до уваги вся вибірка (див вище), вибірка з країн колишнього СРСР, вибірка з країн Центрально-Східної Європи (Польща, Чехія, Угорщина, Словаччина, Словенія, Болгарія, Румунія, Хорватія) та вибірка з країн нових членів ЄС + кандидати на приєднання (Болгарія, Румунія, Хорватія).

Таблиця 4.3.

**Зв'язок між торгівельною відкритістю і відкритістю по потоках капіталу та рівнем незалежності центральних банків постсоціалістичних країн**

Зв'язок між:	Рівняння тренду	R <sup>2</sup>
Торгівельною відкритістю і індексом, уся вибірка	$Y = -0,0025x + 16,608$	0,005
Відкритістю по потоках капіталу і індексом, уся вибірка	$Y = 0,3302x + 15,241$	0,11
Торгівельною відкритістю і індексом, країни колишнього СРСР	$Y = 0,026x + 15,655$	0,0004
Відкритістю по потоках капіталу і індексом, країни колишнього СРСР	$Y = 0,4213x + 14,643$	0,15
Торгівельною відкритістю і індексом, країни Центрально-Східної Європи	$Y = -0,0233x + 19,441$	0,26
Відкритістю по потоках капіталу і індексом, країни Центрально-Східної Європи	$Y = 0,0176x + 17,257$	0,001
Торгівельною відкритістю і індексом, нові члени ЄС та кандидати	$Y = 0,0044x + 17,4$	0,0078
Відкритістю по потоках капіталу і індексом, нові члени ЄС та кандидати	$Y = 0,1641x + 16,815$	0,10

Примітка: Обраховано за: індекс — рис. 3.1. додатку 3; показники відкритості — World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2003. — P. 186-334; World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2005. — P. 198-324.

З аналізу даних табл. 4.3., можна зробити наступні висновки:

в загальному спостерігається достатньо низький рівень зв'язку між рівнем відкритості постсоціалістичних економік та рівнем незалежності їх центральних банків. Більше того, порівняння результатів даних табл. 4.2. та 4.3., свідчить про те, що впливу статусу центробанків на внутрішню макроекономічну ситуацію набагато

істотні ший, порівняно з впливом рівня відкритості на сам їх формальний статус. З цього можна зробити загальний висновок, що в більшості своїй переваги щодо більш незалежного центрального банку на прикладі трансформаційних економік пов'язані не стільки з глобалізацією, скільки з внутрішніми факторами забезпечення ефективності макроекономічної політики. Те, що остання розглядається як важливий елемент позитивного позиціонування країни в очах глобальних інвесторів та засіб усунення спотворень у сфері міжнародної конкуренції, не може вважатися прямою детермінантою впливу глобалізації. Можна говорити виключно про опосередковані зв'язки між ступенем включення постсоціалістичної країни у процеси глобалізації та інституціональним виміром монетарної політики, що однак не спростовує важливості незалежності центральних банків для створення сприятливих макроекономічних передумов щодо впливу глобалізації на відповідні країни;

величина торгівельної відкритості може вважатися нейтральною щодо рівня монетарної автономії у постсоціалістичних країнах. Це проявляється у мінімальній щільності зв'язку між часткою зовнішньої торгівлі у ВВП і величиною даного індексу та практично паралельним розташуванням до осі ОХ лінії тренду. Також дана закономірність підтверджується тим, що характер даного зв'язку є фактично однаковим для усіх груп країн, за виключенням групи країн Центрально-Східної Європи, що скоріше є випадковістю, адже вибірка, яка складається з нових членів ЄС та кандидатів, до якої дані країни входять повністю, демонструє відповідність загальній закономірності. З одного боку, відсутність зв'язку може впливати з достатньо варіативного ступеня торговельної відкритості. З іншого, це може свідчити про набагато складніші процеси. Інваріантність ступеня розвитку зовнішньої торгівлі щодо рівня незалежності центробанків даних країн демонструє, що той чи інший варіант відтворювального зв'язку між національною та міжнародною економікою (який опосередковується міжнародною торгівлею) не обов'язково потребує відповідних інституціональних рішень, які би створювали сприятливі макрокоомічі прдумови для такого розвитку. З відси впливає, що: розвиток торгівлі багато в чому визначається класичними детермінантами (наприклад, відносні

переваги); існує достатній заділ конкурентоспроможності, який не потребує натільки нагального покращення інфляційної ситуації, щоб це втілювалося у зміни статусу центробанку; стимули для конкурентоспроможності можуть забезпечуватись акомодативною валютно-курсовою політикою, яка однак не тягне за собою значних негативних інфляційних наслідків, або інфляційний ефект девальвації компенсується жорсткою монетарною політикою, яка є консистентна з статусом центрального банку. Втім, можна стверджувати, мірою інтеграції з глобальними ринками та в процесі приєднання до механізму ERM II (що характерно для нових членів ЄС) можливість застосування курсового інструментарію для реакції на зовнішні шоки буде знижуватись, що потребуватиме посилення акцентів на нівелюванні інфляційних факторів погіршення зовнішньої конкурентоспроможності, що втілиться і у збільшенні інноваційно-інвестиційних засобів її підтримки;

спостерігається чіткий та достатньо щільний зв'язок між відкритістю за потоками капіталу та індексом незалежності центробанків даних країн. Даний зв'язок, в цілому, на порядок щільніший, порівняно з випадком торгівельної відкритості. Те, що для групи країн Центрально-Східної Європи і тут має місце суперечлива картина (несподівано такий зв'язок є найменш щільний, тоді як по торгівельній відкритості обернений і щільний), також пов'язано з випадковістю. Це аналогічно пояснюється як і у попередньому випадку. Отже, можна зробити висновок, що саме ступінь інтеграції трансформаційної економіки з глобальними ринками капіталу і потребує такий рівень ефективності макроекономічної політики (низька інфляція), який би забезпечувався відповідним інституціональним форматом монетарної політики у вигляді більш високої незалежності центробанків. Дана закономірність підтверджує правильність теоретичного припущення про те, що чим більш інтегрована країна з глобальною економікою, тим більшою мірою зростає значення ефективної макроекономічної політики та її інституціонального виміру. Структурним компонентом останнього є статус центробанку;

з настільки відмінної щільності зв'язку між різними за економічним змістом показниками відкритості і індексом незалежності центробанків впливає більш

широке узагальнення: на потребу проводити більш жорстку монетарну політику у даній групі країн набагато більшою мірою впливає фактор фінансової інтеграції, ніж торгівельної. Це також означає, що відтворювально-торгівельні зв'язки відходять на задній план щодо адаптації макроекономічної політики до викликів глобалізації порівняно з монетарно-фінансовими, підтверджуючи тезу, що саме глобалізація створює передумови для гіпертрофованого впливу фінансових факторів економічного розвитку, порівняно з факторами фізичної економіки. Отже, уявлення про те, що мірою нарощування фінансової відкритості зростає ризик валютно-фінансової дестабілізації чи навіть валютних криз, запобігання чому асоціюється з жорсткою монетарною політикою, забезпечуваною високим рівнем незалежності центрального банку, знаходить пряме підтвердження на прикладі трансформаційних економік, які зазнали і гіперінфляції, і валютно-фінансових криз, і, відповідно, намагаються розв'язати дану проблему за рахунок удосконалення інституціонального виміру такої політики.

Слід відзначити, що фактор євроінтеграції стає важливою детермінуючою силою процесу еволюції центральних банків постсоціалістичних країн. Це впливає як з процесу інституціональної трансформації органів грошової влади, так і з того, що з вище здійсненого аналізу впливає, що група країн-нових членів ЄС є більш гомогенною. Можна стверджувати, що слідування принципу монетарної автономії, який став наріжним каменем формування Європейського валютного союзу і побудови макроекономічного механізму у ньому, визначає рамкові умови формування тенденції до вищого рівня інституціональної та інфляційної симетрії у країнах-членах ЄС та кандидатах на приєднання, порівняно з країнами СНД (див. табл. 4.3.).

*Таблиця 4.3.*

**Дисперсія інфляції та індексу незалежності центральних банків у трансформаційних економіках за окремими групами країн**

Групи країн	Дисперсія інфляції			Дисперсія індексу
	1998	2000	2004	
Країни, нові члени ЄС	11,32	16,9	4,4	2,53
Кандидати на вступ (Болгарія, Хорватія, Румунія)	774,54	470,66	22,26	1,57
Країни СНД	430,29	2084,26	51,93	12,81
Нові члени ЄС та Болгарія, Хорватія,	243,4	150,14	158,73	2,12

Румунія				
Нові члени ЄС та Україна	10,32	56,86	11,0	2,29

Примітка 1. Обрахунки за табл. Ж.1. - Ж.1.1. додатку Ж та рис. 3.1. додатку З.

На основі аналізу даних табл. 4.3. можна виявити наступні закономірності. В загальному величина дисперсії індексу незалежності центральних банків обернено пропорційна середній дисперсії інфляції за наведені періоди. Проте саме головне те, що інституціональна гомогенність монетарної автономії у країнах-членах ЄС та кандидатах на приєднання набагато вище, порівняно з країнами СНД, що відображає суттєва різниця в показника дисперсії відповідного індексу: 2,53 — для нових членів ЄС та 12,81 — для країн СНД. Наведені дані є формальним аргументом на користь підтвердження такої закономірності як формування більш симетричних та однорідних інституціональних форматів функціонування центральних банків там, де відбувається процес євроінтеграції, передумовою чого є не просто відповідний інтеграційний вибір, але й глибина реформ. Що стосується інфляційної конвергенції в розрізі груп, то тут також очевидними є відмінності.

За указаний період варіація інфляції всередині груп є суттєвою; найбільшою вона є для країн СНД, що говорить про відсутність елементарного спільного бачення макроекономічних пріоритетів. Попри те, що порівняно з 1998 р. на 2004 р. простежується тенденція до зменшення внутрішньо-групової і між-групової варіації інфляції, найвищу гомогенність демонструють країни-члени ЄС. Однак, те, що на 2004 р. найбільш варіативною інфляція була у групі нових членів ЄС та кандидатів на приєднання, обумовлюється високою інфляцією тільки в одній країні — Румунії.

Варіація інфляції всередині груп може обумовлюватись також асиметричністю шоків. Проте, на рівні між-групових порівнянь це має суттєве значення, оскільки означає, що диференційована монетарно-інфляційна адаптація до шоків означає відсутність спільності в поглядах на макроекономічні пріоритети. Власне, стрибок дисперсії інфляції у 2000 р., як свідчення неоднорідної посткризової ситуації та диференційованої адаптації до потрясінь 1996-1998 рр., є незначним для країн-нових членів ЄС та майже п'ятикратним для країн СНД. Це, з одного боку, підтверджує тезу про відмінності між формальним та фактичним статусом центрального банку, оскільки для країн СНД за результатами аналізу зв'язку між індексом незалежності



центральных банків та інфляцією і ВВП була виявлена вища щільність оберненого зв'язку між першим і останнім. З іншого боку, така різниця в зміні показника дисперсії інфляції означає, що на внутрішньо-груповому рівні аналізу варіативність інституціональних параметрів монетарної політики на тлі адаптації до шоків підсилюють варіативність її результатів, яка проявляється у відцентрових інфляційних трендах в розрізі країн окремої групи. Природно, що це унеможливорює вироблення спільного бачення макроекономічних пріоритетів, оскільки для цього відсутні рамкові умови, причому їх природа є дуалістичною: формально-інституціональною та макроекономічно-адаптаційною. Перші задають інституціональні передумови для можливості зближення пріоритетів, а другі — те, як такі пріоритети можуть бути зближені з огляду на фактичний адаптаційний процес.

Слід відмітити, що позиціонування України при між-груповому порівнянні є набагато вигіднішим у контексті країн-членів ЄС, ніж країн СНД. Як видно з даних табл. 4.3., додавання індексу незалежності Національного банку України до відповідних показників групи нових членів ЄС не збільшує дисперсію, а навіть зменшує її, порівняно з цією групою без України. Це свідчить про те, що формальні інституціональні передумови монетарної політики в Україні є більш гомогенними в контексті порівняння з новими членами ЄС, ніж з країнами СНД. Це саме підтверджується на прикладі дисперсії інфляції. Впродовж усіх трьох розглянутих років цей показник для групи “нові члени ЄС + Україна” є нижчим, ніж для країн СНД, а стрибок групового показника дисперсії у 2000 р. також є не порівняно меншим для першого випадку. Втім, слід відмітити, що вища інфляційна гомогенність України з новими членами ЄС, порівняно з країнами СНД, ще не означає, що тренд цінової динаміки у вітчизняній економіці співпадає з аналогічним на рівні групи країн, що вже вступили в ЄС. Зокрема, якщо у 1998 р. додавання України до указаної групи зменшує дисперсію інфляції, порівняно з результатом без України, то у наступні роки — збільшує, що особливо видно на прикладі 2000 р. Також, впродовж 2000-х рр. в Україні не спостерігається тенденції до формування інфляційної симетрії з країнами, які взяли активний курс на євроінтеграцію і у 2004

р. стали новими членами Європейського Союзу, що демонструє відмінності між фактичним перебігом інфляційної ситуації в Україні і формальним статусом її центрального банку у євроінтеграційному контексті, вимагаючи змін інституціонального статусу НБУ відповідно до вимог ЄЦБ та поступового запровадження в структуру макроекономічних пріоритетів України критеріїв євроконвергенції.

## **ВИСНОВКИ**

Розвиток процесів глобалізації як процесу підвищення цілісності світового господарства, взаємозалежності країн та тенденції до конвергенції безпосередньо пов'язаний з характером монетарного вибору у відкритій економіці, який передбачає, що мобільність капіталу (без якої неможлива глобалізація) повинна кореспондувати або з фіксованими валютними курсами і підпорядкуванням монетарної політики потребам пристосування до платіжного балансу (міжнародний золотий стандарт), або з плаваючими курсами та орієнтацією монетарної політики на внутрішню рівновагу (постбретонвудський період). При цьому, як показала тривала еволюція міжнародної валютної системи та центральних банків як інституцій, орієнтація на внутрішню рівновагу стає домінуючим принципом монетарної політики, який поступово субординує усі інші аспекти монетарного вибору у відкритій економіці (мобільність капіталів, валютний курс), але, приймаючи до уваги затребуваність капітальної мобільності для розвитку процесів міжнародної інтеграції та використання переваг відкритості національної економіки для економічного зростання та підвищення добробуту, стає фундаментальною передумовою для розвитку процесів глобалізації.

На основі розробленого методологічного підходу до етапізації розвитку центральних банків виявлено їх п'ять історичних типів та на основі всебічного аналізу сучасних процесів трансформації монетарних органів стверджується, що утвердження сучасного історичного типу стає загальною закономірністю такої еволюції, яка співпадає у часі з розвитком процесів глобалізації. Крім того, глобалізація створює передумови для того, що саме сучасний історичний тип

центрального банку є найбільш ефективним інституціональним та функціональним фактором забезпечення проведення стабільної монетарної політики та підтримання макроекономічної стабільності в країні, що принципово важливо з огляду на наростаючу мобільність капіталів та волатильність міжнародних валютних та фінансових ринків.

З глобалізацією пов'язані фундаментальні зміни у зовнішньому оточенні центрального банку, макроекономічних процесах, характері реалізації монетарної політики. Зокрема, найбільш фундаментальним явищем є те, що глобалізація створює ендогенні передумови для зниження інфляції, водночас ризик інфляційної дестабілізації зростає, а економічні наслідки для країни від послаблення контролю за інфляцією є пропорційними до того, як інтегрована країна з глобальною економікою. Глобалізація стає безпосереднім фактором підвищення нейтральності монетарної політики (що видно з аналізу зв'язку між інфляцією і безробіттям на прикладі розвинутих країн), втім, характер такої нейтральності суттєво відрізняється в розрізі великих та малих економік. Також з глобалізацією пов'язані відмінності в характері зв'язків між такими факторами монетарного вибору як інфляція, динаміка ВВП і безробіття та ступенем відкритості економіки, який для великих економік є нижчим, ніж для малих. З глобалізацією фінансових ринків пов'язана закономірність, коли довгострокові ставки починають вирівнюватися швидше, ніж короткострокові. З одного боку це свідчить про те, що центральні банки зіткнулися з проблемою суттєвого послаблення своєї спроможності проводити політику стабілізації ВВП, але з іншого боку, з огляду на збереження кореляції між такими ставками, можна констатувати відсутність повної інтеграції фінансових ринків.

На тлі глобалізації актуалізується така закономірність як трансформація інституціонального каркасу центрального банку. Зокрема, найбільш яскравим проявом цього делегування центробанкам мандату на здійснення політики забезпечення стабільності цін, оскільки це є відображенням фундаментальних адаптивних змін у сфері державного втручання в економіку, згідно чого підвищується значення ринкового саморегулювання та інноваційності. Макроекономічний вимір цього напряму впливає з забезпечення жорсткого

інституціонального захисту незалежності монетарних органів, а останній слугує засобом запобігання макроекономічній дестабілізації, викликаній неконтрольованою інфляцією, втрати від якої мультиплікуються рівнем розвитку глобалізаційних процесів. Поряд зі змінами мандату центрального банку, в умовах глобалізації трансформується увесь комплекс інституціональних факторів монетарної політики (підвищення незалежності їх статусу, виникнення конкурентного корпоративізму, розрідження інститутів демократії та відрив суспільного вибору від географічно-політичної локалізації країни, запровадження емпіричних правил фіскальної політики тощо).

Радикальні зміни в системі функціонування фінансового посередництва, технологічні інновації, нова економіка та електронні гроші в сукупності створюють передумови для радикальних змін в характері імплементації монетарної політики в умовах глобалізації. Зокрема, остання детермінує ситуацію, коли швидкий потік змін звужує горизонт прогнозування політики та скорочує термін актуальності тих чи інших її цілей. При цьому, спостерігається тенденція до переходу на таргетування інфляції як імплементаційної відповіді на зміни у сфері технологічних аспектів реалізації монетарної політики. Попри те, що таргетування інфляції етимологічно пов'язано з неокласичною теорією та теорією раціональних очікувань, тенденція до його запровадження в значній кількості країн співпала в часі саме з процесами глобалізації, демонструючи універсальність цього монетарного режиму та його компліментарність з подоланням викликів глобалізації у сфері реалізації грошово-кредитної політики.

Ринкова трансформація постсоціалістичних країн відображає складне переплетіння внутрішньо економічних та глобальних факторів монетарної політики. Зокрема, необхідність створення якісно нових основ для економічного зростання на пізніх стадіях реформ та інтеграція з ЄС є фундаментальною передумовою для подальших змін інституціонального каркасу центральних банків. При цьому, виявлено чіткий обернений зв'язок між інфляцією та рівнем незалежності центральних банків трансформаційних країн і, що саме головне, він є набагато більш щільним у випадку нових членів ЄС та країн-кандидатів, ніж у випадку країн

СНД. З міркувань формального статусу центробанку та інфляційної ситуації Україна становить більш гомогенну групу саме з першими, а не з другими, що повинно розглядатись як сприятлива передумова для західного інтеграційного вектору.

Основний вплив глобалізації на монетарну політику перехідних суспільств справляється через канал високої торговельної відкритості, волатильності короткострокових капіталів, припливу ПІІ та ефекту Баласи-Самуельсона. Це, в підсумку, виступило принциповим фактором затребуваності переходу на гнучкіші валютні курси та таргетування інфляції у найбільших постсоціалістичних економіках (Польща, Чехія, Угорщина). Валютно-фінансові кризи, які пережили практично більшість постсоціалістичних країн, зокрема Україна у 1998 р., відображають стереотипний зв'язок між глобальною волатильністю фінансових ринків та конфліктом цілей монетарної політики.

Специфічний вплив глобалізації на трансформаційні економіки в аспекті євроінтеграції дозволяє стверджувати: принциповим є випереджаюче виконання маастрихтських критеріїв і відповідні інституціональні реформи у сфері функціонування центральних банків, які би забезпечили згладжений перехід на реалізацію макроекономічної політики відповідно до стандартів ЄС та ЄВС. Відповідно, така стратегія повинна будуватись на основі наступних принципів: інституціональної симетрії; антиципації режиму макроекономічного регулювання; макроекономічної однорідності; технічної сумісності. В сукупності це дозволить мінімізувати інтеграційний шок (який має інституціональний, макроекономічний та імплементаційний аспекти). Наростаюча інтеграція України з глобальною економікою актуалізує вибір на користь пріоритету монетарної уніфікації у західному напрямку, для чого необхідне реформування НБУ, трансформація його основного завдання, поступове забезпечення мінімізації інфляції до маастрихтських нормативів ще до вступу в ЄС та підвищення гнучкості валютного курсу, що покращить передумови для виконання критеріїв конвергенції та запобігатиме інтеграційному шоку з огляду на випереджаючу адаптацію до стандартів макроекономічної політики ЄС та ЄВС.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абалкин Л. Ещё раз о бегстве капитала из России // Деньги и кредит. — 2000. — №2. — С. 24-30.
2. Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні // Світ фінансів. — 2004. — Вип. 1. — С. 72-81.
3. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — 384 с.
4. Афонцев С. Проблема глобального управления мирохозяйственной системой: теоретические аспекты // МЭиМО. — 2001. — С. 65-70.
5. Базилевич В., Дорошенко І. Визначення режиму валютного курсу і його вплив на темпи інфляції та економічного зростання // Економіст. — 1999. — №12. — С. 44-49.
6. Бакаєв О. Глобалізація фінансових ринків // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 195-214.
7. Бегг Д., Джавацци Ф., Выплож Ч. Вопросы формирования валютной политики ЕВС // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 33-50.
8. Берг Э., Боренштейн Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки // Вопросы экономики. МВФ. Вашингтон. О.К. — Изд. на русс. яз.— 2000. — №24. — С. 1-22.
9. Білорус О., Мацейко Ю. Конкурентоспроможність у сучасному глобальному світі // Економічний часопис. — 2002. — №9. — С. 7-10.
10. Берестовий С. Вплив політики обмінного курсу на економічні процеси в перехідних економіках // Економіст. — 2000. — №9. — С. 33-35.
11. Бланкарт Ш. Державні фінанси в умовах демократії: Пер. з нім. — К.: Либідь, 2000. — 654 с.
12. Болгарін І., Махадева Л., Штерн Г. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №11. — С. 4-6.
13. Бондаренко А. Какие современные мировые валюты можно считать мировыми? // МЭиМО. — 2003. — №9. — С. 48-52.
14. Бофингер П., Флассбек Г., Хоффманн Л. Экономика ортодоксальной монетарной стабилизации: пример России, Украины и Казахстана // Вопросы экономики. — 1995. — №12. — С. 26-44.
15. Бузгалин А. В. Переходная экономика: курс лекций по аналитической экономии. — М.: Таурис; Просперус, 1994. — 472 с.
16. Бурда М., Выплож Ч. Макроэкономика: Учебник -2-е изд. — Спб.: Судостроение: 1998. — 544 с.
17. Буторина О. Новые члены ЕС и их перспективы в зоне евро // Деньги и кредит. — 2004. — №5. — С. 50-58.
18. Быстряков И. Метапространство глобальной экономики // Економічний часопис. — 2002. — №9. — С. 12-17.
19. Бюджет // Українсько-Європейський центр з питань законодавства. Тенденції української економіки. — 1998. — №12. — С. 5.
20. Вахненко Т. Визначальні фактори формування валютних курсів // Вісник НБУ. — 2004. — №8. — С. 31-37.
21. Волобуев В. Эволюция модели смешанной экономики и бюджетная макростратегия в США // МЭиМО. — 2001. — №4. — С. 21-29.
22. Гайдар Е. «Детские болезни» постсоциализма // Вопросы экономики. — 1997. — №4. — С. 4-25.
23. Гальчинський А. Україна: поступ в майбутнє. — К.: Основи, 1999. — 220 с.
24. Гальчинський А. Теорія грошей. — К.: Основи, 1996. — 413 с.
25. Геблер И. Макроэкономика / Пер. с нем. — К.: НМК ВО, 1993. — 399 с.

26. Геєць В. Перспективи світового економічного зростання у 2000-2002 роках // Вісник НБУ. — 2000. — №2. — С. 20-25.
27. Геєць В. Питання теорії і практики макроекономічної стабілізації в аспекті переходу від кризи до зростання // Вісник НБУ. — 1997. — №9. — С. 10-17.
28. Герст П., Томсон Г. Сумніви в глобалізації. Пер. з англ. — К.: К.І.С., 2002. — 306 с.
29. Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001. — 854 с.
30. Гладій І. Транснаціональна регіоналізація глобалізаційного економічного простору: системно-синергетичний підхід // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3. (№1). — С. 79-95.
31. Глобалізація / Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т.1. — К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. — С. 264-265.
32. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білорус. — К.: КНЕУ, 2001. — 798 с.
33. Гранвилл Б. Проблемы стабилизации денежного обращения в России // Вопросы экономики. — 1999. — №1. — С. 13-32.
34. Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. — 2001. — №6. — С. 18-19.
35. Грос Д., Штайнхерр А. Реформи банківської системи у Східній Європі. Особливості України // Україна на роздоріжжі. — За ред. А.Зіденберга та Л.Хоффманн. — Київ: Фенікс, 1998. — С. 205-231.
36. Губайдуллина Ф. Прямые иностранные инвестиции, деятельность ТНК и глобализация // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 42-47.
37. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграфкнига, 2000. — 512 с.
38. Дзюблюк О. Вплив рівня монетизації економіки України на кредитну діяльність комерційних банків в умовах перехідного періоду // Вісник НБУ. — 2000. — №5. — С. 4-9.
39. Долан Эд. Деньги, банки и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — СПб, 1994. — С. 496.
40. Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? — М.: Экономика, 1998. — 208 с.
41. Дорнбуш Р., Фішер С. Макраекономіка: Пер. з англ. — К.: Основи, 1996. — 814 с.
42. Думная Н. Глобальная экономика — новая среда международного бизнеса // Интернационализация и глобализация на бизнеса. — Свищов, 1998. — С. 2-16.
43. Звонова Е. Международное внешнее финансирование в современной экономике. — М.: Экономика, 2000. — 324 с.
44. Зевин Л. Национальные экономические системы в глобальных процессах // МЭиМО. — 2003. — №11. — С. 17-24.
45. Зевин Л. Проблемы регулирования глобальных экономических процессов // МЭиМО. — 2002. — №7. — С. 38-45.
46. Евро – дитя Манделла? Теорія оптимальних валютних зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — 368 с.
47. Игер Л. Предисловие // Смит В. Происхождение центральных банков / Институт национальной модели экономики. Тверь, 1996ю — С. 7-21.
48. История экономических учений: (современный этап) / Под общ. ред. А.Г.Худокормова. — М.: ИНФРА-М, 1998. — 733 с.
49. Карагодин И. Стабилизационные программы в Латинской Америке // МЭиМО. — 1994. — №3. — С. 83-95.
50. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОВ, Ключ, 1993. — С. 137-432.
51. Кенен П. Теория оптимальных валютных зон: эклектический подход // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей: Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 92-116.

52. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 1: Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998. — 416 с.
53. Киреев А. П. Международная экономика: В 2-х ч. — Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. — М.: Междунар. отношения, 1998.—488 с.
54. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. I. К теории экономической динамики / Р. Харрод. Экономические циклы и национальный доход Ч. I-II. Хансен Э. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — 416 с.
55. Классики кейнсианства: В 2-х т. Т. II. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход Ч. III-IV. / Хансен Э. — М.: ОАО Издательство “Экономика”, 1997. — 431 с.
56. Козюк В.В. Актуальні питання теоретичного обґрунтування офіційної доларизації в умовах глобалізації економіки // Актуальні проблеми економіки. — 2004. — №10. — С. 33-42.
57. Козюк В.В. Актуальні проблеми монетарної уніфікації у Західній Африці в контексті інтеграційних та глобалізаційних процесів // Світ фінансів. — 2004. — Вип. 1. — С. 130-140.
58. Козюк В.В. Глобалізаційні детермінанти формування та функціонування Східно-карибського валютного союзу // Галицький економічний вісник. — 2004. — №4. — С. 9-16.
59. Козюк В. Глобальні чинники макроекономічної політики: фіскальні та монетарні аспекти // Вісник ТАНГ. — 2002. — Вип. 4. — С. 44-49.
60. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — 238 с.
61. Козюк В.В. Етимологія глобалізації в аспекті монетарної політики // Вісник ТАНГу. — 2004. — №1. — С. 106-118.
62. Козюк В.В. Еволюція міжнародного валютного устрою та глобалізація у світлі трансформації пріоритетів монетарної політики // Галицький економічний вісник. — 2004. — №2. — С. 3-15.
63. Козюк В. Закономірності розвитку системи інструментів монетарної політики в трансформаційних економіках // Галицький економічний вісник. — 2004. — №1. — С. 5-14.
64. Козюк В.В. Закономірності становлення центральних банків у перехідних економіках: аспекти взаємовідносин з урядом та виклики в умовах глобалізації // Вісник Волинського державного університету. — 2003. — №12. — С. 28-32.
65. Козюк В.В. Зв'язок між інфляцією і безробіттям у світлі глобалізації та відкритості економіки // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3 (№3). — С. 262-276.
66. Козюк В. Конвергенційні тенденції у сфері інституціональної організації центральних банків в умовах глобалізації: роль МВФ // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2004. — Випуск 46. (частина I). — С. 170-175.
67. Козюк В.В. Місце та роль центральних банків у формуванні глобалізаційних процесів // Банківська справа. — 2004. — №4. — С. 23-32.
68. Козюк В.В. Незалежність центральних банків. — Тернопіль: Карт-бланш, 2004. — 244 с.
69. Козюк В.В. Незалежність центральних банків у світлі макроекономічного аналізу глобалізаційних процесів // Вісник НБУ. — 2004. — №7. — С. 24-28.
70. Козюк В. Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 226-248.
71. Козюк В. Проблеми емпіричної верифікації незалежності центральних банків // Вісник НБУ. — 2003. — №5. — С. 48-51.
72. Козюк В.В. Проблеми макроекономічної політики у світлі формування глобальної рівноваги // Економіка України. — 2004 — №9. — С. 53-60.
73. Козюк В. Процентні ставки та монетарна політика в світлі глобалізації фінансових ринків // Вісник ТАНГу. — 2004. — №2. — С. 144-152.
74. Козюк В.В. Структурно-функціональний аналіз розвитку центральних банків // Банківська справа. — 2003. — №1. — С. 64-73.



75. Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. — Тернопіль: Астон, 2001. — 300 с.
76. Козюк В. Центральні банки та монетарна політика в системі кейнсіанського макрорегулятивного механізму // Вісник ТАНГУ. — 2003. — №1. — С. 73-79.
77. Козюк В.В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР // Вісник НБУ. — 2003. — №7. — С. 19-24.
78. Кокощинські Р. Грошово-кредитна політика та політика валютного курсу під час періоду трансформації: досвід та рекомендації //Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, — 2001. — С. 235-244.
79. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (статья первая) // МЭиМО. — 2002. — №1. — С. 24-30.
80. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (статья вторая) // МЭиМО. — 2002. — №2. — С. 32-39.
81. Колодко Гж. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн. — К.: Основні цінності, 2002. — 248 с.
82. Колодко Г. Глобализация и сближение уровней экономического развития: от спада к росту в странах с переходной экономикой // Вопросы экономики. — 2000. — №10. — С. 4-26.
83. Колодко Гж. Польша 2000. Новая экономическая стратегия. — Варшава: Польштекст, 1996. — 160 с.
84. Комарницький І., Нікіфоров П. Валютно-фінансовий аспект глобалізації національної економіки // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія. За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 430-436.
85. Копич І., Шевчук В. Монетарні ефекти платіжного балансу // Вісник НБУ. — 2000. — №9. — С. 40-43.
86. Кочетов Э. Геоэкономика . — М.: БЕК, 1999. — 480 с.
87. Кравець В.М., Кравець О.В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / За ред. В.І. Міщенко. — К.: Знання-Прес, 2003. — 470 с.
88. Краузе Г. Вплив Європейського Валютного Союзу (ЄВС) на економіку України // Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: “Фенікс”, — 2001. — С. 263-285.
89. Кричевська Т. Центральні банки в історичній перспективі: уроки для України // Україна в ХХІ столітті: концепції та моделі економічного розвитку: Матеріали доп. V Міжнарод. конгресу укр. економістів — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2000. — С. 99-102.
90. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и практика / Пер. с англ. — М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. — 799 с.
91. Кузнецов В. Мировая валютная система капитализма: под знаком «долгового» кризиса. — М.: Финансы и статистика, 1990. — 144 с.
92. Кузьома О. Монетарна політика Європейського центрального банку в процесі побудови Європейського валютного союзу // Банківська справа. — 1999. — №5. — С.55-56.
93. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1992. — 520 с.
94. Лэкстон Д. Внешние последствия государственного долга. Специальный выпуск Научно-исследовательского управления МВФ. — Б.м.—1996.—16 с.
95. Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія та реалії української економіки: — Тернопіль: Збруч, 1997. — 450 с.
96. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: ДрУк, 2001. — 320 с.
97. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. — К.: Атіка, 2000. — 240 с.
98. Мазурова С. Роль международных организаций в регулировании глобальных экономических процессов // Вестник Московского университета. Сер. Экономика. — 2002. — №4. — 34-56.

99. МакКиннон Р. Оптимальные валютные зоны // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 76-91.
100. Макконнелл К., Брю С. Макроекономіка. / Пер. з англ. — Л.: Просвіта, 1997. — 671 с.
101. Манделл Р. Евро и стабильность мировой валютной системы // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 293-328.
102. Манделл Р. План создания европейской валюты // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 151-195.
103. Манделл Р. Ретроспективный взгляд на XX век (Нобелевская лекция) // Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 329-353.
104. Манделл Р. Теория оптимальных валютных зон // Евро дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон: Сборник статей / Пер. с англ. — М.: Дело, 2002. — С. 62-76.
105. Манків Гр. Макроекономіка / Пер. з англ.. — К.: Основи, 2000. — 588 с.
106. Маркс К. Капитал. В 3-х томах. / Т. III. — Л.: Государственное издательство политической литературы, 1949. — С. 477-604.
107. Марцинкевич В. Экономический мейнстрим и современное воспроизводство // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 36-41.
108. Мау В. Экономическая политика России: в начале новой фазы // Вопросы экономики. — 2001. — №3. — С. 4-22.
109. Миклашевская Н. Политика валютного курса в странах с переходной экономикой // МЭиМО. — 1998. — №7. — С. 90-102.
110. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 856 с.
111. Мировая экономика в XX веке: потрясающие достижения и серьезные проблемы // МЭиМО. — 2001. — №1. — С. 3-15.
112. Моисеев С. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. — 2002. — № 9. — С. 92-104.
113. Моисеев С. Доллар шагает по планете // Вопросы экономики. — 2003. — №3. — С. 76-90.
114. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики. — 2000. — №9. — С. 88-105.
115. Моисеев С. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа // Вопросы экономики. — 2004. — №1. — С. 49-65.
116. Моисеев С. Михайленко К. Terra Incognita: глобализация финансовых рынков // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С.123–135.
117. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии // Вопросы экономики. — 2002. — №12. — С. 36-50.
118. Моисеев С. Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики // Банковское дело. — 2001. — №5. — С. 2-6.
119. Моисеев С. Экономика долларизации // Дайджест-Финансы. — 2000. — №10. — С. 9-13.
120. Мусієнко Т. Глобалізація фінансових ринків та вибір курсових режимів // Вісник НБУ. — 1998. — №9. — С. 33-35.
121. Некипелов А. Обзор: Глобализация как вызов национальным экономикам / Понятие глобализации. — Свободная мысль. — 1999. — №1. — С. 117.
122. Немецкий Федеральный банк: денежно-политические задачи и инструменты / Специальные издания Немецкого Федерального банка. — №7. — Франкфурт-на-Майне, 1993. — 177 с.
123. Новицький В.С., Плотніков О.В. Динаміка зовнішніх боргових зобов'язань України. — К.: Політична думка, 2000. — 332 с.
124. Осадчая И. Глобализация и государство: новое в регулировании экономики развитых стран // МЭиМО. — 2002. — №11. — С. 3-14.
125. Основы теории переходной экономики / вводный курс: Учеб. Пособие. — Киров: Кировск. обл. типография, 1996.— 320 с.
126. От плана к рынку. Отчет о мировом развитии — 1996 / Всемирный банк. Вашингтон, 1996. — 313 с.

127. Офманис Я. Что происходит с ЄВРО // МЭиМО. — 2001. — №2. — С. 73–81.
128. Пахомов Ю. Взгляд на трансформации в Украине с позиции глобализации // Стратегія економічного розвитку України. — 2002. — Вип. 1. (8). — С. 8-19.
129. Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г., Губський Б.В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. — К.: Україна, 1997. — 237 с.
130. Петрик О., Половнєв Ю. Прогнозування інфляції // Вісник НБУ. — 2000. — №12. — С. 7-9.
131. Плотніков О.В. Макроекономічний розвиток України в контексті фінансової глобалізації // Стратегія економічного розвитку України: Наук. зб. — Вип. 7. — К.: КНЕУ. — 2001. — С. 233-239.
132. Плотніков О.В. Ultima ratio економічних реформ. — К.: Кондор, 2003. — 240 с.
133. Поляков В. П., Московкина Л. А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учеб. пособие. — М.: ИНФРА-М, 1996.—192 с.
134. Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. — 1999. — №6. — С. 100–122.
135. Поппер К. Злиденність історизму: Пер. з англ. — К.: АБРИС, 1994. — 192 с.
136. Проблемы современных финансовых рынков // МЭиМО. — 2003. — №6. — С. 3-27.
137. Резюме Отчёта Консультативной комиссии по международным финансовым организациям // Трансформация. — 2000. — №1. — С. 12-13.
138. Риа Б. Перспективы зоны франка в условиях введения евро // Деньги и кредит. — 2003. — №9. — С. 62-65.
139. Рикардо Д. Предложения в пользу экономного и устойчивого денежного обращения // Деньги / Под ред. А.А. Чухно. — К.: Україна, 1997. — С. 48-67.
140. Роккаса М., Мastroпаскуа К. Лекции о деятельности центральных банков. — Рим: Банк Италии, 1996. — 262 с.
141. Рокоча В. Багатомірність глобального економічного розвитку // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2005. — Випуск 51. (частина 1). — С. 8-11.
142. Роль мировых рынков в условиях глобализации // Экономика и управление в зарубежных странах (по материалам иностранной печати). — Информационный бюллетень №2. — М.: ВИНТИ, 2003. — С. 18-32.
143. Сабов З.А. Валютная конвертируемость в переходной период. — Спб.: Издательство С. - Петербургского университета, 1998. — 312 с.
144. Сакс Дж., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход: — М.: Дело. — 1996. — 848 с.
145. Сакс Дж. Пивоварський О. Економіка перехідного періоду. Уроки для України. — К.: Основи, 1996. — 345 с.
146. Сакс Дж. Рыночная экономика и Россия / Пер. с англ. — М.: Экономика, 1994. — 331 с.
147. Самуэльсон П. А., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. — М.: “Изд-во БИНОМ”, 1997. — 800 с.
148. Сандретто Р. Глобалізація та національний суверенітет. Захист нетрадиційних поглядів // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 214- 225.
149. Сиденко В.Р. Внешнеэкономическая деятельность: проблемы системной трансформации при переходе к рынку. — К: ОКО, 1998. — 305 с.
150. Сіденко С.В. Посилення нерівномірності розвитку в умовах глобалізації // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2005. — Вип. 51. (частина 1). — С. 143-148.
151. Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // МЭиМО. — 2000. — №5. — С. 56-64.
152. Сискос Е., Дарвиду К. Европейский союз и устойчивость глобальной экономики // Вісник ТАНГ. — 2002. — №8-1. — С. 34-38.
153. Скоров Г. Капитализму XXI века предстоит решать труднейшие задачи // МЭиМО. — 2003. — №2. — С. 3-8.
154. Смит В. Происхождение центральных банков. — Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. — 283 с.

155. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №5. — С. 50-59.
156. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №6. — С. 32-39.
157. Смыслов Д.В. Мировые деньги в прошлом, настоящем и будущем // Деньги и кредит. — 2002. — №7. — С. 52-58.
158. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму: (Відкрите суспільство під загрозою) / Пер. з англ. — К.: Основи, 1999. — 259 с.
159. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. — 2000. — №12. — С. 56-84.
160. Стельмах В. Національний банк України: перші десять років діяльності // Вісник НБУ. — 2001. — №4. — С. 2-4.
161. Стельмах В., Петрик О. Модель монетарного устрою “currency board”: “за” чи “проти”? // Вісник НБУ. — 2000. — №. 3. — С. 2-7.
162. Стиглиц Дж. Многообразные инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу // Вопросы экономики.—1998. — №8. — С. 4-34.
163. Татаренко Н.О. Шляхи розвитку національних економік у глобальному середовищі // Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія . За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г. Лук’яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — С. 18-38.
164. Тіманн К. Розширення ЄС і його значення для України: погляд з Європейського центрального банку / Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. — К.: Фенікс, 2001. — С. 251-262.
165. Туган-Барановский М. Бумажные деньги в их отношениях к металлическим // Деньги / Под ред. А.А. Чухно. — К.: Україна, 1997. — С. 85-120.
166. Усоскин В. М. “Денежный мир” Милтона Фридмена. — М.: Мысль. — 1989. — 173 с.
167. Хампе П. Економічна глобалізація: історичний досвід і рушійні сили // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 204-212.
168. Холопов А. Глобализация и макроэкономическое равновесие // МЭиМО. — 2005. — №2. — С. 15-23.
169. Что требует осмысления в процессе глобализации. Резюме выступления президента Чехии Вацлава Гавела, а также результаты обсуждения, состоявшегося на конференции в Университете штата Мичиган // Трансформация. — 2000. — Август-сентябрь. — С. 4.
170. Федеральна резервна система сьогодні / Пер. з англ. — Л.: Видавнича група НТШ, 1996. — 116 с.
171. Федякина Л.Н. Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования. — М.: Дело и Сервис, 1998 — 304 с.
172. Філіпенко А. Глобалізація економічних процесів / Світова економіка: Підручник / А.С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. — К.: Либідь, 2000. — С. 51-66.
173. Філіпенко А.С. Економічний розвиток сучасної цивілізації. — К.: Знання, 2000. — 174 с.
174. Філіпенко А.С. Про концепцію бігравітаційної інтеграції України у європейський економічний простір // Актуальні проблеми міжнародних відносин. — 2005. — Випуск 51. (частина 1). — С. 3-7.
175. Фридмен М. Инфляция и безработица: горизонты новой политики (тезисы нобелевской лекции) / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С.147-150.
176. Фридмен М. Оптимальное количество денег / Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 43-105.
177. Фридмен М. Роль монетарной политики // Если бы деньги заговорили... / Пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — С. 126-146.
178. Шаров О. Валютно-фінансові аспекти інтеграції України до Європейського Союзу // Журнал європейської економіки. — 2003. — Том 2. — №2. — С. 249-265.
179. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи // Вісник НБУ. — 2004. — №7. — С. 15-19.

180. Шевчук В. Взаємодія ВВП і промислового виробництва та зовнішньої рівноваги у країнах Східної Європи та Балтії // Журнал європейської економіки. — 2004. — Том 3. (№4). — С. 399-425.
181. Шевчук В. Вплив монетарної політики на промислове виробництво, інфляцію та реальний обмінний курс в Україні у 1994-2000 роках // Вісник НБУ. — 2001. — №1. — С. 12-15.
182. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
183. Шишков Ю. Внешнеэкономические связи в XX в. — от упадка к глобализации // МЭиМО. — 2001. — №8. — С. 14-21.
184. Шишков Ю. Мировая финансовая система: необходимость реформ // МЭиМО. 1999. — №11. — С. 3-8.
185. Энг М., Лис Фр., Мауер Л. Мировые финансы / Пер. с англ. — М.: ДеКА, 1998. — 640 с.
186. Юсуф Ш. Глобализация и локализация: изменение форм развития // Трансформация. — 1999. — Август. — С. 1.
187. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. — К.: “СКАРБИ”, 1998. — 288 с.
188. Ющенко В. Ключеві проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №2. — С. 3-5.
189. Ющенко В. Формування пропозиції грошей в Україні // Вісник НБУ. — 1997. — №8. — С. 3-12.
190. Японская экономика в преддверии XXI века. — М.: Наука, 1991. — 406 с.
191. Яременко С., Мусієнко Т. Світова валютна криза та питання курсоутворення в Україні // Вісник НБУ. — 2000. — №3. — С. 9-11.
192. A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption the Euro / Ed. By J. Borowski. — Warsaw: National Bank of Poland, 2004. — 126 p.
193. Al-Bassam K. The Gulf Cooperation Council Monetary Union: a Bahraini Perspective Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 105-106.
194. Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence // Journal of Money, Credit, and Banking. — 1993. — №25. — P. 151-162.
195. Al-Jasser M., Al-Hamidy A. A Common Currency Area for the Gulf Region // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 116-119.
196. Andersen L., Carlson K. A Monetarist Model for Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1970. — №52. — P. 7-25.
197. Andersen L., Jordan J. Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization // Federal Reserve Bank of St.Louis Review. — 1968. — №50. — P. 11-24.
198. Anderson W. All Connected Now. Life in the First Global Civilization. — N.Y.: Westview Press, 2001. — 320 p.
199. Aninat E. Opening Remarks. Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-3.
200. Anyadike-Danes M. Comments on Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes by Cukierman, Webb, and Neyapti // World Bank Economic Review. — 1995. — 9/2. — P. 335-340.
201. Arora V., Cerisola M. How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets? // IMF Staff Papers. — 2002. — Vol. 48. №3. // www.imf.org.
202. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/27. — P. 1-12.
203. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/50. — P. 1-27.
204. Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/246. — P. 1-37.
205. Backstrom U. Perspective on the inflation target // BIS Review. — 2002. — №22 // www.bis.org.

206. Baek S-G., Song C-Y. Is Currency Union a Feasible Option in East Asia? / Currency Union in East Asia. — H-G. Choo and Y. Wang ed. — Seoul: Korea Institute for International Economic Policy, 2002. — P. 107-145.
207. Baldwin R., Martin Ph. Two waves of globalization: superficial similarities, fundamental differences // NBER Working Paper. — 1999. — №6904. — P. 1-33.
208. Balassa B. The Theory of Economic Integration. — Irwin (Il.): Homewood, 1961. — 364 p.
209. Balcerowicz L. Progress in Emerging Europe. National Bank of Poland. 2003. // www.nbp.pl.
210. Barrell R., Dury K., Hurst I. International Monetary Policy Coordination: An Evaluation Using a Large Econometric Model // Economic Modeling. — 2003. — Vol. 20. — Issue 3. — P. 507-527.
211. Barro R. Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States / Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics. — New York: Academic Press, 1981. — P. 137-169.
212. Barro R., Gordon D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model // Journal of Political Economy. — 1983. — 101 (3). — P. 589-610.
213. Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. — 1983. — №12. — P. 101-120.
214. Barro R., Sala-I-Martin H. World Real Interest Rates // NBER Macroeconomics Annual. — 1990. — P. 15-74.
215. Bayoumi T., Eichengreen B. Exchange Rate Variability and Intervention: Evidence from the Theory of Optimum Currency Areas // Journal of International Economics. — 1998. — №45. — P. 191-210.
216. Bayoumi T., Eichengreen B. The Stability of the Gold Standard and the Evolution of the International Monetary System // IMF Working Papers. — 1995. — WP/95/89. // www.imf.org.
217. Beddies Ch. Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/140. — P. 1-48.
218. Begg D., Eichengreen B., Halpern L., von Hagen J., Wyplosz Ch. Accession Countries Face Increased Instability in ERM II // CEPR Policy Paper. — 2005. — №10. // www.cepr.org.
219. Benigno G., Benigno P. Designing Targeting Rules for International Monetary Policy Coordination // ECB Working Papers. — 2003. — №279. — P. 5-41.
220. Berger H., Haan de J., Eijfinger S. Central Bank Independence: An Update of the Theory and Evidence // CEPR Discussion Paper. — 2000. — №2353 // www.cepr.org
221. Bergsten F., Davanne O., Jacquet P. The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility // Institute for International Economics Working Paper. — 1999. — №9. — P. 1-30.
222. Bergsten F. The IMF and Exchange Rates // Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate. — Institute for International Economics. — Wash. (D.C.) // www.iie.com.
223. Bergsten F., Williamson J. Dollar Adjustment: How Far? Against What? // Institute for International Economics Papers. — 2004. — P. 1-31.
224. Bernarke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // Journal of Economic Perspectives. — 1997. — №11. — P. 97-116.
225. Blake D., Walters R. The Politics of Global Economic Relations. — New Jersey: Prentice-Hall, 1987. — 218 p.
226. Blanco H., Garber P. Recurrent Devaluation and Speculative Attack on the Mexican Peso Journal of Political Economy. — 1986. — №94. — P. 148-166.
227. Blenck D., Hasko H., Hilton H., Masaki K. The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem // BIS Papers. — 2002. — №9. — P. 23-55.
228. Boll L., Mankiw Gr., Romer D. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off // Brookings Papers of Economic Activity. — 1988. — №1. — P. 1-65.
229. Bordo M., Eldestein M., Rockoff H. Was Adherence of Gold Standard a “Good Housekeeping Seal of Approval“ during the Interwar Period // NBER Working Papers — 1999. — №7186 // www.nber.org

230. Bordo M. Monetary Policy Regimes, the Gold Standard, and the Great Depression // NBER Research Summary. — 2000. — P. 1-4.
231. Bordo M., Murshid A. Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets // NBER Working Paper. — 2002. — №9019. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
232. Bordo M., Rockoff H. The Gold Standard as a “Good Housekeeping Seal of Approval” // Journal of Economic History. — 1996. — №56(2). — P. 389-428.
233. Bordo M., Schwartz An. Charles Goodhart’s Contributions to the History of Monetary Institutions // NBER Working Paper. — 2002. — №8717. — P. 1-21.
234. Bordo M., Schwartz A. What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? // Open Economies Review. — 1991. — №2. — P. 39-64.
235. Borio E. The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey // BIS Economic Papers. — 1997. — №47. — P. 1-98.
236. Borrero A. On the Long and Short of Central Bank Independence, Policy Coordination, and Economic Performance // IMF Working Paper. — 1996. — WP/01/19. — P. 1-24.
237. Bossone B., Lee J.-K. In Finance, Size is Matter // IMF Working Paper. — 2002. — WP/02/113. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
238. Boughton J. Reflections on Reform at the IMF and the Demands of a Changing World Economy // IMF. Finance and Development. — 2004. — Sept. — P. 9-13.
239. Boughton J. The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 3-22.
240. Boughton J. Why White, Not Keynes? Inventing the Post-War International Monetary System // IMF Working Papers. — 2002. — WP/02/52. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
241. Bradley M.D., Jansen D.W. Federal Reserve Operating Procedures in the Eighties: A Dynamic Analysis // Journal of Money, Credit and Banking. — 1986. — №18. — P. 323-335.
242. Briault C., Haldane A., King M. Independence and Accountability // IMES Discussion Paper. — 1996. — 96-E-17. — // Bank of Japan Publications // [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp)
243. Brimer A.F. Monetary Policy and Economic Activity: Benefits and Costs of Monetarism // American Economic Review. — 1983. — №5. — P. I.
244. Buchanan J., Tullock G. Calculus of Consent. — Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1962. — 350 p.
245. Burdekin R., Wohar M. Monetary Institutions, Budget Deficits, and Inflation: Empirical Results for Eight Countries // European Journal of Political Economy. — 1990. — №6. — P. 531-551.
246. Calvo G. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stop // Journal of Applied Economics. — 1998. — vol. 1. — P. 35-54.
247. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Capital Flows and Exchange Rate in Latin America: The Role of External Factors // IMF Staff Papers. — 1993. — Vol. 40. — №1. — P. 108-150.
248. Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s // Journal of Economic Perspectives. — 1996. — Spring. — P. 123-140.
249. Calvo G., Mendoza E. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictional Approach // American Economic Review: Papers and Proceedings. — 2000. — May. — P. 54-72.
250. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // NBER Working Paper. — 2000. — №7993. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
251. Calvo G., Reinhart C. Fixing for Life // NBER Working Paper. — 2000. — №8006. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
252. Calvo G., Reinhart C. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options // Reforming the International Monetary and Financial System. / Ed. By P. Kenen and A. Swoboda. — Washington D.C.: IMF, 1999. — P. 175-201.
253. Calvo G., Sahay R., Vegh C. Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/57. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
254. Calvo G. Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates // Journal of Political Economy. — 1986. — №94. — P. 1319-1329.

255. Canzoneri M., Cumby R., Diba B. Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency? // NBER Working Paper. — 1996. — W6471 // [www.nber.org](http://www.nber.org)
256. Capie F. The Evolution of General Banking // Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. — World Bank Seminar. — 1995. — P. 1-16.
257. Capie F., Goodhart Ch., Fischer St., Schnadt N. The Future of Central Banking. — Cambridge: Cambridge University Press, 1994. — 296 p.
258. Casella A. Games for Central Bankers: Markets v/s Politics in Public Policy Decisions // NBER Working Paper. — 2000. — №8026. — P. 1-30.
259. Caselli F., Giovannini A., Lane T. Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries // IMF Working Paper. — 1998. — WP/98/55. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
260. Catao L., Solomou S. Exchange Rates in the Periphery and International Adjustment Under the Gold Standard // IMF Working Papers. — 2003. — WP/0341. — P. 1-36.
261. Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Polismakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper 7426. — P. 1-35.
262. Cecchetti S., Genberg H., Wadhvani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. — 2002. — №8970. P. 1-22.
263. Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2001. — №8354. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
264. Cecchetti S. The New Economy and The Challenges for Macroeconomic Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №8935. — P. 1-30.
265. Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity: preliminary global data // [www.bis.org](http://www.bis.org)
266. Clarida R., Gali J., Gertler M. A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis // NBER Working Paper. — 2002. — №8870. — P. 1-34.
267. Clements B., Kontolemis Z., Levy J. Monetary Policy Under EMU: Differences in the Transmission Mechanism? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/102. — P. 1-39.
268. Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/166 — P. 1-42.
269. Clinton K., Chourqui J-K. Monetary Policy in the Second Part of 1980s: How much Room for Maneuver? OECD Department of Economics and Statistics Working Papers. — 1987. — №39. — P. 1-68.
270. Coenen G., Wieland V. International Dynamics and International Linkages: A Model of The United States, The Euro Area and Japan // ECB Working Papers. — 2002. — №181. — P. 5-48.
271. Cooper R., Kempf H. Establishing a Monetary Union // NBER Working Paper. — 1998. — №6791. — P. 1-31.
272. Cooper R. The Economics of Interdependence. — N.Y.: McGraw-Hill, 1968. — P. 1-120.
273. Corker R., Beaumont C., van Elkan R., Jakova D. Exchange Rates Regimes in Selected Advanced Transition Economies — Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession // IMF Policy Discussion Paper. — 2000. — PDP/00/3. — P. 1-25.
274. Cottarelli C., Giannini C. Inflation, Credibility, and the Role of International Monetary Fund // IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. — 1998. — PPAA/98/12. — P. 1-23.
275. Cukierman A., Kalaitzidakis P., Summers L., Webb S. Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates // Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy // 1993. — Vol. 39. — P. 95-140.
276. Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.
277. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. — 1992. — 3 (Sept). — P. 353-398.
278. Cukierman A., Webb S., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes // World Bank Economic Review. — 1992. — 3 (Sept). — P. 353-398.
279. Czech National Bank. CNB Monetary Strategy // [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).



280. Danbrowsky M., Gortat R. Political Determinants of Economic Reforms in Former Communist Countries. — Warsaw: CSER, 2002. — P. 40.
281. Debelle G. Central Bank Independence: A Free Lunch? // IMF Working Paper. — 1996. — WP/96/1 // [www.imf.org](http://www.imf.org)
282. Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy // IMF Economic Issues. — 1998. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
283. Debelle G., Fischer S. How Independent Should a Central Bank Be? // Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Boston. — 1994. — Conference Series №38. — P. 195-221.
284. De Broek M., Slok T. Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/56. — P. 1-35.
285. Dimitrov V. The Bulgarian National Bank Under Provisions Of the 1989-1997 Legislation // [www.bnb.nsf](http://www.bnb.nsf).
286. Dodge D. The Interaction between monetary and fiscal policies // BIS Review. — 2002. — №28. — P. 1-10.
287. Dominguez K. Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rates // NBER Working Paper. — 1993. — №4532. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
288. Dornbusch R. Policy and Performance Links Between LDC Debtors and Industrial Nations // *Brooking Papers on Economic Activity*. — 1985. — №2. — P. 303-356.
289. Dorrucci E., Firpo S. European Integration: What Lessons for Other Regions? The Case of Latin America // ECB Working Paper. — 2002. — №185. — P. 5-50.
290. Duisenberg W. New economy, financial markets and monetary policy // BIS Review. — 2003. — №23 // [www.bis.org](http://www.bis.org).
291. Duisenberg W. The ESCB's Stability-Oriented Monetary Policy Strategy // Speech in Dublin, November 10, 1998 // [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
292. Dutton J. The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 173-202.
293. Ebi E. Regional Currency Areas: Lessons from the West African Sub-region and Nigeria's Policy Stance // *Currency Areas and the Use of Foreign Currencies*. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 145-150.
294. ECB Convergence Report. 2004. — Frankfurt-on-Maine: ECB, 2004. — 248 p.
295. Economic and Monetary Union. — Luxemburg: Office of Official Publications of European Communities, 1996. — 24 p.
296. Eesti Pank's Position on Participating in the Economic and Monetary Union (EMU) // [www.bankofestonia.info](http://www.bankofestonia.info).
297. Egli D. How global are global financial markets? The impact of country risk // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 275-280.
298. Ehrman M., Fratzscher M. Equal Size, Equal Role? Interest Rate Interdependence Between the Euro Area and the United States // *The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*. — 2004. — №800. // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
299. Eichengreen B., Bordo M. Crises Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? // NBER Working Paper. — 2002. — №8716. — P. 1-55.
300. Eichengreen B. Does Mercosur Need a Single Currency? // *Center for International and Development Economics Research (University of California, Berkeley)*. — 1998. — Paper C98, 103. — P. 1-44.
301. Eichengreen B. Imbalances and the Lessons of Bretton Woods // NBER Working Paper. — 2004. — №10497. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
302. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — №7418. — P. 1-54.

303. Eichengreen B., Masson P., Bredenkamp H., Johnston B., Hamann J., Jadresic E., Otker I. Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility // IMF Occasional Papers. — 1998. — №168. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
304. Eichengreen B., Sussman N. The International Monetary System in the (Very) Long Run // IMF Working Paper. — 2000. — WP/00/43. — P. 1-55.
305. Eichengreen B. Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend. — Wash. D.C.: Institute for International Economy, 1999. — 216 p.
306. Eijffinger S., Geraats P. Central Bank Transparency in Industrial Countries // CEPR Discussion Papers. — 2001. — №3188. // [www.cepr.org](http://www.cepr.org).
307. Eijffinger S., Haan de J. The Political Economy of Central Bank Independence // Special Papers in International Economics. — 1996. — №19. — P. 1-77.
308. Eijffinger S., Schaling E. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries // Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review . — 1993. — №192. — P. 49-89.
309. Emerson M., Gros A., Italianer A., Pisani-Ferry J., Reichenbach H. One Market, One Money: An Evolution of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. — Oxford, New York: Oxford University Press, 1992. — 438 p.
310. ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion. Information Material for Czech Government. — Czech National Bank. — 2003. — July 15. — P. 1-14.
311. Euromoney. — 1987. — Sept. — P. 126.
312. Eun Ch., Resnick B. International Financial Management. — Irwin: McGraw-Hill, 1998. — 698 p.
313. Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World // IMF Occasional Papers. — 2001. — №193. — P. 1-61.
314. Faia E. Monetary Policy in a World With Different Financial Systems // ECB Working Paper. — 2002. — №183. — P. 5-50.
315. Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2001. — №705. // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
316. Ferguson R. Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. — P. 1-12.
317. Ferguson R. Why central banks should talk // BIS Review. — 2002/2 // [www.bis.org](http://www.bis.org)
318. Feldstein M., Horioka Ch. Domestic Savings and International Capital Flows // Economic Journal. — 1980. — vol. 90. — P. 314-329.
319. Fidrmuc J., Schardax F. Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Monetary and Financial Stability // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 92-109.
320. Findlay R., O'Rourke K. Commodity Market Integration, 1500-2000 // NBER Working Paper. — 2001. — №8579 // [www.nber.org](http://www.nber.org).
321. Fiscal Stabilization and Growth in Developing Countries // World Economic Outlook. 1989. — IMF. Wash., 1989. — P. 46-57.
322. Fischer S. The Costs and Benefits of Disinflation // A Framework for Monetary Stability. — Boston and London: Kluwer, 1994. — P. 31-42.
323. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. — 1995. — №5064 . — P. 1-55.
324. Fleming M. Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates // IMF Staff Papers. — 1962. — №9. — P. 369-379.
325. Flood R., Garber P. Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples // Journal of International Economy. — 1984. — №17. — P. 1-13.
326. Flood R., Rose A. Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals // Journal of Monetary Economics. — 1995. — Vol. 36. — P. 3-37.

327. Ford R., Laxton D. World Public Debt and Real Interest Rates // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/30. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
328. Fraga A., Golfain I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Markets Economies // NBER Working Paper. — 2003. — №10019 // [www.nber.org](http://www.nber.org).
329. Frankel J., Roubini N. The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises // NBER Working Papers. — 2001. — №8634. — P. 1-108.
330. Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria // CEPR Discussion Paper. — 1997. — №1473. // [www.cepr.org](http://www.cepr.org).
331. Frankel J., Schmukler S., Serven L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // Bank of Nederland's Conference Papers. — 2002. // [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)
332. Fratzscher M. On Currency Crises and Contagion // ECB Working Paper. — 2002. — №139. — P. 5-30.
333. Fratzscher M. The Euro Bloc, The Dollar Bloc and The Yen Bloc: How Much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World // ECB Working Paper Series. — 2002. — №154. — P. 5-43.
334. Freund C. Current Account Adjustment in Industrialized Countries // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. — 2000. — №692. — P. 1-24.
335. Friedman M. A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959. — 164 p.
336. Friedman M. Quantity Theory of Money: The New Palgrave // Money / Ed. by J. Eatwell. E.a.L., 1989. — P. 16-28.
337. Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 157-203.
338. Friedman M. The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis / Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953. — P. 242-278.
339. Friedman M. The role of Monetary Policy // American Economic Review. — 1968. — №58/1. — C. 1-17.
340. Fry M., Goodhart Ch., Aleida A. Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence. — London: Routledge, 1996. — 426 p.
341. Gabriele G., Melick W. Perceived Central Banks Intervention and Market Expectations: an Empirical Study of the yen/dollar Exchange Rate, 1993-1996 // BIS Working Papers. — 1999. — №77. — P. 1-31.
342. Gajda M.. Problem stabilizacji długu publicznego w Polsce // Zeszyty naukowe. Tarnow. 1999. — S. 91-104.
343. Gerlach S. Who Targets Inflation Explicitly ? // European Economic Review. — 1999. — Vol. 43. — issue 7. P 1257-1277.
344. Giannini C. "Enemy of None but a Common Friend of All"? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/10. — P. 1-58.
345. Glick R., Rose A. Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional // CEPR Discussion Paper. — 1998. — №1947. // [www.cepr.org](http://www.cepr.org).
346. Global Development Finance. Analysis and Summary Tables. Washington: The World Bank, 1999. — 219 p.
347. Global Financial Stability Report. — IMF: Washington. D.C., 2003. — P. 140-168.
348. Goetzmann W., Li L., Rouwenhorst K. Long-Term Global Market Correlations // The Bank of Nederland Conference Papers. — 2002. — Feb. 22. — P. 1-52.
349. Goodhart C. The Evolution of Central Banks. — London: London School of Economics and Political Science, 1985. — 368 p.
350. Goodhart Ch. Comment / A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ad. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 222-228.
351. Grafe C., Wyplosz Ch. The Real Exchange Rates in Transition Economies. Paper Presented at the Third Dubrovnik Conference on Transition Economies. Dubrovnik. Croatia. 1997. June 25-28.
352. Greenspan A. Globalization of Finance // BIS Review. — 1997. — №94 // [www.bis.org](http://www.bis.org).

353. Grenville S. Monetary Policy: the End oh History // BIS Review. — 2001. — №67 // [www.bis.org](http://www.bis.org).
354. Grilli V., Mascizndro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries // Economic Policy. — 1991. — 13 (October). — P. 341-392.
355. Gulde A-M., Jafarov E., Prokopenko V. A Common Currency for Belarus and Russia? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/228. — P. 1-32.
356. Gutierrez E. Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence From Latin America and Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/53. — P. 1-29.
357. Halpern L., Wyplosz Ch. Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies // IMF Staff Papers. — 1997. — Vol. 44. — №4. — P. 430-461.
358. Hamada K. The Political Economy of International Monetary Interdependence. — Cambridge: MIT Press, 1985.
359. Havrilesky T., Granato J. Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy // Public Choice. — 1993. — №76. — C. 249-261.
360. Hawkins J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 4-41.
361. Heathcote J., Perri F. Financial Globalization and Real Regionalization // NBER Working Paper. — 2002. — №9292. // [www.nber.org](http://www.nber.org).
362. Hernandez-Cata E. Price Liberalization, Money Growth, and Inflation During the Transition to a Market Economy // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/76. — P. 1-24.
363. Hicks J. R. Mr. Keynes and the Classics // *Econometrica*. — 1937. — №5. — P. 147-159.
364. Ho K., McCauley R. Living With Flexible exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies // BIS Working Papers. — 2003. — №130. — P. 1-55.
365. Hogeveg G. Regional Monetary Arrangements – Lessons from the Euro Area / Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-13.
366. Honohan P., O’Connell S. Contrasting Monetary Regimes in Africa // IMF Working Paper. — 1997. — WP/97/64. — P. 1-48.
367. Honohan P., Shi A. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Markets // World Bank Working Paper. — 2002. — №2748 // [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
368. Horsman M., Marshall A. After the National State. — London: HarperCollins, 1994. — 240 p.
369. Hu Y. Empirical Investigations of Inflation Targeting // Institute for International Economics Working Paper. — 2003. — №6. — P. 1-42.
370. Humpage O. A Hitchhiker’s Guide to International Policy Coordination // Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review . — 1987. — №72 (3). — P. 2-14.
371. Hutchinson M., Walsh C. The Output-Inflation Trade-off and Central Bank Reform: Evidence from New Zealand // Economic Journal . — 1998. — Vol. 108. — P. 703-725.
372. IMF Borrowing Arrangements: GAB and NAB. A Factsheet. 2004. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
373. IMF Concludes Discussion on the Eastern Caribbean Currency Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №40. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
374. IMF Concludes Discussion on Recent Economic Developments and Regional Policy Issues with the West African Economic and Monetary Union // IMF Public Information Notice. — 2003. — №31. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
375. Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. — 2003. — №765. — P. 1-60.
376. Ingves S. Introduction // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., Sept. 16-17, 2002 // [www.imf.org](http://www.imf.org).
377. Inflation targeting in Czech Republic // [www.cnd.cz](http://www.cnd.cz).
378. Integration with the global economy // World development indicators. — 2002. — World Bank, Wash. — P. 332-334.
379. International Financial Statistics. Washington: IMF. 1998. — 780 p.

380. International Money and Credit: The Policy Roles / Ed. By G. von Furstenberg. — Wash. (D.C.): IMF, 1984. — 596 p.
381. International Monetary Cooperation Since Bretton Woods. — Wash. (D.C.), Oxford: IMF., Oxford University Press, 1996. — 742 p.
382. Issing O. The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty // Policy Panel at the Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty. — ECB. — 1999 // [www.ecb.int](http://www.ecb.int)
383. Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212. — P. 1-40.
384. Jeanne O., Wyplosz Ch. The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/76. — P. 1-37.
385. Joines D. Deficits and Money Growth in the United States // Journal of Monetary Economics. — 1985. — №16. — P. 329-351.
386. Kenen P., Meade E. EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? // Institute for International Economics Policy Briefs. — 2003. — №PB03-9. — P. 1-19.
387. Kenen P., Swoboda A., Overview. Reforming the International Monetary and Financial System. Proceeding of a Conference held in Washington, D.C. — May 28-29, 1999. IMF // [www.imf.org](http://www.imf.org).
388. Kenen P. The International Financial Architecture: What's New? What's Missing? — Wash. D.C.: Institute for International Economics, 2001. — 192 p.
389. Kim J., Henderson D. Inflation Targeting and Nominal Income Growth Targeting: When and Why Are They Suboptimal? // FRB International Finance Discussion Papers. — 2002. — №719 // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
390. Kindleberger Ch., Lindert P. International Economics. — Homewood, IL: Dow-Jones-Irwin, 1978. — P. 390-402.
391. Knight M. Responding to External Shocks: What Has Changed Since the Crisis in the mid-1990s? // BIS Speeches // [www.bis.org](http://www.bis.org).
392. Kohler H. The Role of the IMF in a Globalizing World Economy // Fourth Annual Conference of the Parliamentary Network on the World Bank. 2003. IMF Speeches. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
393. Kostov I., Kostova J. Regarding the Unilateral Euroization of Bulgaria // Bulgarian National Bank Discussion Paper. — 2002. — №26. — P. 3-14.
394. Kremers J. U.S. Federal Indebtedness and the Conduct of Fiscal Policy // Journal of Monetary Economics. — 1989. — Vol. 23. — P. 129-147.
395. Krugman P. A Model of Balance of Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. — 1979. — №11. — P. 311-325.
396. Krugman P. Lessons of Massachusetts for EMU / The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. — Ed. by F.Giavazzi and F.Torres. — Cambridge University Press, 1993. — P. 241-261.
397. Kuttner K., Posen A. Beyond Bipolar: A Three-dimensional Assessment of Monetary Frameworks // Institute for International Economics Working Paper. — 2001. — №7. — P. 1-29.
398. Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. — 2004. — №6. — P. 1-28.
399. Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // Journal of Political Economy. — 1977. — 85 (3). — P. 473-492.
400. La Gall F., Nsouli S. The New International Financial Architecture and Africa // IMF Working Paper. — 2001. — // WP/01/130. — P. 1-33.
401. Lahiri A., Vegh C. Living with Fear of Floating; An Optimal Policy Perspective // NBER Working Paper. — 2001. — №8391. // [www.nber.org](http://www.nber.org)
402. Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. — 1997. — №42. — P. 327-347.
403. Lane T., Philips S. Moral Hazard. Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders? // IMF Economic Issue. — 2002. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
404. Larsen F. How to Govern (Better) the World Economy // Helsinki Conference. 2002. IMF Speeches. // [www.imf.org](http://www.imf.org).

405. Levitt T. Harvard Business Review. — 1983. — P. 12-28.
406. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — №353. — P. 1-65.
407. Lohmann S. The Optimal Degree of Commitment: Credibility versus Flexibility // American Economic Review. — 1992. — 82/1. — P. 273-286.
408. Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // American Economic Review. — 1973. — №63/3. — P. 326-334.
409. Lybek T. Central Bank Autonomy, and Inflation and Output Performance in the Baltic States, Russia, and Other Countries of Former Soviet Union, 1995-1997 // IMF Working Paper. — 1999. — WP/99/4. — P. 1-38.
410. Lybek T. Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability. — IMF Occasional Paper. — 1998. — OP/98/1 // [www.imf.org](http://www.imf.org).
411. Macfarlane J. What Does Good Monetary Policy Look Like? // BIS Review. — 2002. — №47 // [www.bis.org](http://www.bis.org).
412. Madden J. British Investment in United States, 1860-1880. — New York: Garland Publishing. — P. 24-46.
413. Managing the World Economy: Fifty Years After Bretton Woods / Ed. by P.Kenen. — Wash. D.C.: Institute for International Economics, 1994. — 448 p.
414. Masson P. Globalization: Facts and Figures // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/4. — P. 2-17.
415. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU // IMF Policy Discussion Paper. — 1999. — PDP/99/4. — P. 1-25.
416. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa: An Agency of Restraint for Fiscal Policies ? // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/34. — P. 3-33.
417. Masson P., Pattillo C. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). Is It Desirable and How Could It Be Achieved? // IMF Occasional Paper. — 2001. — №204. // [www.imf.org](http://www.imf.org).
418. McAdam P. US, Japan, and Euro Area: Comparing Business-Cycle Features // ECB Working Paper. — 2002. — №183. — P. 5-19.
419. McCallum B. Crucial Issues Concerning Central Bank Independence // NBER Working Paper. — 1996. — №5597. — P. 1-22.
420. McCallum B. Theoretical Issues Pertaining to Monetary Unions // NBER Working Paper. — 1999. — №7393. — P. 1-31.
421. McConnell M.M., Quiros G.P. Output Fluctuations in the United States: What has changed Since the Early 1980s? // American Economic Review. — 2000. — №90. — P. 1464-1476.
422. McKinnon R., An International Standard for Monetary Stabilization. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1984.
423. McKinnon R. The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective // Journal of Economic Literature. — 1993. — №31. — P. 1-40.
424. Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? // Journal of International Economics. — 1983. — №14. — P. 3-24.
425. Mendoza E. Why Should Emerging Economies Give Up National Currencies: A Case for Institutions Substitution // NBER Working Paper. — 2002. — №8950. — P. 1-37.
426. Meyer L. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. — 2001. — №43 // [www.bis.org](http://www.bis.org).
427. Meyer L., Doyle B., Gagnon J., Henderson D. International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №723. — P. 1-46.
428. Meyer L. Rules and Discretion. Speech at the Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, January 16, 2002 // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
429. Meyer L. The global outlook and challenges facing central banks around the world // [www.bis.org](http://www.bis.org).

430. Mohantray M., Klau M. Monetary Policy Rules in Emerging Markets Economies: Issues and Evidence // BIS Working Papers. — 2003. — №149. — P. 1-33.
431. Mongelli F. “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us! // ECB Working Paper. — 2002. — №138. — P. 5-51.
432. Monetary Policy-Making Under Uncertainty // ECB Monthly Bulletin. — 2001. — Jan. — P. 43-55.
433. Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council. Overview. // IMF Occasional Paper. — 2003. — №223. // www.imf.org.
434. Morris S., Song Shin H. Unique Equilibrium in a Model of Self-fulfilling Currency Attacks // American Economic Review. — 1998. — Vol. 88. — №3. — P. 587-597.
435. Mueller J. The World’s Real Money Supply // Wall Street Journal . — 1991. — March 5. — E.P.
436. Mundell R. International Economics. — N.Y.: Macmillan, 1968. — 432 p.
437. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review. — 1961. — Vol. 51. — P. 657-665.
438. Natalucci F., Ravenna F. The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in the EU Candidate Countries // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. — 2002. — №741. — P. 1-45.
439. Newell P. Globalization and the future state // IDS Working Paper. — 2002. — №141. — P. 1-32.
440. Nowaihi Ali., Levine P. Can Reputation Resolve the Credibility Problem? // Journal of Monetary Economics. — 1994. — №33. — vol. 1. — P. 355-380.
441. Noyer C. The euro in 2000: principal features of the ECB’s monetary policy // www.ecb.int.
442. Obstfeld M. Globalization and Macroeconomic // NBER Reporter. — Fall 2000. — P. 1-20.
443. Obstfeld M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model // The Mundell-Fleming Lecture, presented at First Annual Research Conference of the IMF, November 9-10, 2000. — 2000. — P. 1-54.
444. Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of International Macroeconomics. — Cambridge: MIT Press, 1996. — 670 p.
445. Obstfeld M., Rogoff K. The Intertemporal Approach to the Current Account // NBER Working Paper. — 1996. — №4893 // www.nber.org.
446. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility // The Bank of Nederland Conference Papers // www.dnb.nl.
447. Obstfeld M., Taylor A. The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century / Ed. by M.Bordo, C.Goldin and E.White. — Chicago: University of Chicago Press, 1998. — P. 34-78.
448. Ohmae K. The rise of the region state // Foreign Affairs. — 1993. — Spring. — P. 78-87.
449. Ojo M. Regional Currency areas and Use of Foreign Currencies: the Experience of West Africa // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — P. 140-144.
450. On the Prospects of Introducing the Euro in Lithuania // www.lb.lt.
451. O’Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? // NBER Working Paper. — 2000. — №7632 // www.nber.org.
452. Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — №39. — P. 53-89.
453. Pigott Ch., Christiansen H. Monetary Policy When Inflation Is Low // OECD Economic Department Working Papers. — 1998. — №191. — P. 1-58.
454. Pippenger J. Bank of England Operations, 1893-1913. A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931, ed. by M.D. Bordo and A.J. Schwatts. — Chicago: Chicago University Press, 1984. — P. 203-221.
455. Poland. International Economic Report 1999/2000 / Warsaw School of Economics. — Warsaw, 2000. — 223 p.
456. Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro. Joint Programme of the Slovenian Government and the Bank of Slovenia. — Ljubljana: Banka Slovenije, 2003. — 77 p.

457. Razin A., Rose K. Business-Cycle Volatility and Openness / Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth. Ed. by L. Leiderman and A. Razin. — Cambridge University Press, 1994. — P. 48-76.
458. Reinhart C., Reinhart V. What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility. — NBER Working Papers. — 2001. — №8535. — P. 1-52.
459. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — №10015. — P. 1-67.
460. Remarks by Vice Chairman Roger Ferguson Before the National Economists Club and Society of Government Economists, Wash. D.C., April 19, 2001 // [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
461. Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System and Reform of the IMF. — Wash. (D.C.): IMF, 2000.
462. Roubini N., Sala-I-Martin X. Financial Repression and Economic Growth // Journal of Development Economics. — 1992. — vol. 39. — №1. — P. 5-30.
463. Rogoff K. The optimal Degree of Commitment to a Monetary Target // Quarterly Journal of Economics. — 1985. — 100. — P. 1169-1190.
464. Romer Ch., Romer D. Institutions for Monetary Stability // NBER Working Paper 5557. — P. 1-38.
465. Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. — 1993. — №108. — P. 869-903.
466. Rousseau P., Sylla R. Financial Systems, Economic Growth, and Globalization // NBER Working Paper. — 2001. — №8323 // [www.nber.org](http://www.nber.org).
467. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // Brooking Papers on Economic Activity. — 1996. — №1. — P. 147-198.
468. Salvatore D. International Economics. — New Jersey: Prentice Hall, 1998. — 766 p.
469. Samonis V. Currency Boards vs. Central Banks: Theory and Evidence from Transition Economies / Global Trends and Changes in East European Banking. Poland, Krakow. — 1998. — P. 270-279.
470. Sarel M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth // IMF Staff Papers. — 1996. — Vol. 43. — P. 199-215.
471. Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. The globalization of financial markets and monetary policy // International financial markets and the implications for monetary and financial stability. BIS Conference Papers. — Basel: BIS, 2001. — P. 57-78.
472. Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2002. — №9321. — P. 1-22.
473. Short-, Long-Term Interest Rates // OECD Main Economic Indicators. — 2003. — May. — P. 18-19.
474. Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. — 2002. — №8747. — P. 1-24.
475. Slawinski A. The Development of the Forex Market in Poland and its Influence on the NBP Monetary Policy / Global Trends and Changes in East European Banking. — Poland, Krakow: Jag. Un-t., 1998. — P. 357-364.
476. Specification of the Strategy for Adopting the Euro in the Slovak Republic // [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).
477. Sredniokresowa strategia polityki pienieznej na lata 1999-2003. Rada Polityki Pieneoxnej // [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
478. Stark J. The Race for the Euro // The International Economy. — 2003. — Spring. — P. 52-55.
479. Stiglits J. Globalization and Its Discontents. — N.Y.: W.W. Norton&Co, 2002. — 300 p.
480. Strange S. Protectionism and World Politics // International Organization. — 1985. — vol. 39. — №2. — P. 233-260.
481. Strange S. The Politics of International Currencies // World Politics. — 1971. — vol. 23. — №2. — P. 215-231.



482. Strauss-Kahn M.-O. Regional Currency Areas: A Few Lessons from the Experiences of the Eurosystem and the CFA Franc Zone P. // Currency Areas and the Use of Foreign Currencies. — BIS Paper. — 2003. — №17. — 43-58.
483. Suppel R. Comparing Economic Dynamics in the EU and CEE Accession Countries // ECB Working Paper. — 2003. — №267. — P. 4-29.
484. Sutherland A. International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration // ECB Working Papers. — 2002. — №174. — P. 5-43.
485. Svensson L. Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banker, and Linear Inflation Contracts // American Economic Review. — 1997. — 87/1. — P. 98-114.
486. Swoboda A. Credibility and Viability in International Monetary Arrangements // Finance and Development. — 1986. — Vol. 23. — P. 15-18.
487. Swoboda A., Zettelmeyer J. Key Issues in International Monetary and Financial Reform // Reforming the International Monetary and Financial System. — Wash. (D.C.): IMF, 2001. — P. 395-427.
488. Tanzi V., Fanizza D. Fiscal Deficit and Public Debt in Industrial Countries, 1970-1994 // IMF Working Paper. — 1995. — WP/95/49. // www.imf.org.
489. Taylor A. International Capital Mobility in History: Savings-investments Relationship // NBER Working Paper. — 1996. — №5743 // www.nber.org.
490. Taylor J. Discretion vs. Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. — 1993. — P. 195-214.
491. The Czech Republic and the Euro — Draft Accession Strategy / Czech National Bank, 2002. — P. 1-6.
492. The Eastern Caribbean Currency Union. Institutions, Performance, and Policy Issues // IMF Occasional Paper. — 2000. — №195. // www.imf.org.
493. The evolution of central banking / BIS 67<sup>th</sup> Annual Report. — Basle: BIS, 2001. — P. 140-160.
494. The Federalist Debate. Papers for Federalists in Europe and the World. — Torino. — 2001. — №1. — March. — P. 20.
495. The Role of National Bank of Poland in the Process of European Integration. — Warsaw: National Bank of Poland, 2003. — 55 p.
496. Tobin J. Money and Economic Growth // Econometrica. — 1965. — №33. — P. 671-684.
497. Triffin R. Gold and Dollar Crisis. — New Haven, Conn.: Yale University Press, 1961. — 246 p.
498. Tytell I., Shang-Jin Wei. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/84. — P. 3-40.
499. U.S. Monetary Policy and Financial Markets / Ed. by A.-M. Meulendyke. — New York: Federal Reserve Bank of New York pub., 1989. — 231 p.
500. Venner D. How can Monetary Policy be Conducted in the Union? // Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems. Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002. // IMF Seminars and Conferences Paper. — 2002. — P. 1-6.
501. Vickers J. Signaling in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information // Oxford Economic Papers. — 1986. — 38. — P. 443-455.
502. Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002. — Oct. — P. 1-40.
503. Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. — 1998. — WP/98/126. — P. 1-49.
504. Wagner H. Implications of Globalization for Monetary Policy // IMF Working Paper. Mimeo — 2001. — WP/01/184. — P. 1-62.
505. Waller C. The Choice of a Conservative Central Banker in a Multisector Economy // American Economic Review. — 1992. — №82. — P. 1006-1012.
506. Wallich H. American Real Budget Problem — for 1984 and Beyond? // Banker. — 1983. — December. — P. 23-24.
507. Walsh C. Optimal Contracts for Central Bankers // American Economic Review. — 1995. — 85/1. — P. 150-167.

508. Weiss L., Hobson J. States and Economic Development. — Cambridge: Policy Press, 1995. — 344 p.
509. Westaway P. Does Time Inconsistency Really Matter? / Dynamic Modeling and Control of National Economies. — International Association of Automatic Control. — Edinburgh, 1989. — P. 145-152.
510. Wildasin D. Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches // Economic Policy . — 2000. — №31. — P. 337-378.
511. Willet T. Truth in Advertising and the Great Dollarization Scam // Journal of Policy Modeling . — 2001. — №23. — P. 279-289.
512. Williamson J., Miller M. Targets and Indicators // Policy Analyses in International Economics. — 1987. — №22. — P. 346-362.
513. Williamson J. Target Zones and the Management of the Dollar. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1986. — 364 p.
514. Williamson J. The Exchange Rate System. — Wash. (D.C.): Institute for International Economics, 1985. — 426 p.
515. Woller C. Central Bank Independence, Economic Behavior and Optimal Term Lengths // American Economic Review. — 1996. — 86/5. — P. 1139-1153.
516. Woodford M. Monetary Policy in a World Without Money // NBER Working Paper. — 2000. — №7853. — P. 1-45.
517. Woodford M. Monetary Policy in the Information Economy // NBER Working Paper. — 2001. — №8674. — P. 1-69.
518. World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2003. — P. 186-334.
519. World Development Indicators. — Wash. (D.C.): World Bank, 2005. — P. 198-324.
520. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF. — 1997. — P. 44-48.
521. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 1998. — P. 92-105.
522. World Economic Outlook. — Wash. (D.C.): IMF., 2004. — 268 p.
523. World Investment Report 1995. — N.Y.: United Nations Organization, 1995. //www.un.org.
524. Worrell. D. A Currency Union for the Caribbean // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/35. — P. 1-34.
525. Wren-Lewis S. Exchange Rates for the Dollar, Yen and Euro // Institute for International Economics Policy Brief. — 1998-3. // www.iir.com.
526. Zelmer M. Monetary Operations and Central Bank Balance Sheets in a World of Limited Government Securities // IMF Policy Discussion Paper. — 2001. — PDP/01/7 // www.imf.org.