



 **Віктор Козюк**

Доцент кафедри маркетингу на виробництві Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя. Кандидат економічних наук

Глобалізація сучасної економіки, радикально трансформуючи відтворювальні процеси, безпосередньо формує нові якості макроекономічної політики. Якщо центральні банки залишаються органами, що впливають на внутрішні макроекономічні тренди, то на самі тренди так чи інакше впливають фактори глобального врівноваження попиту і пропозиції на єдиному світовому ринку. Високий рівень відкритості економіки України та оголошені пріоритети подальшої інтеграції у світове господарство, зокрема у світлі євроінтеграційних процесів, уже є свідченням того, що глобалізаційні чинники все активніше впливають на вітчизняну економіку. Системна трансформація макроекономічного середовища функціонування центральних банків у процесі глобалізації актуалізує проблему дослідження необхідності їх автономії.

Погляд на проблему

Незалежність центральних банків у світлі макроекономічного аналізу глобалізаційних процесів

СТАН РОЗРОБКИ ПРОБЛЕМИ

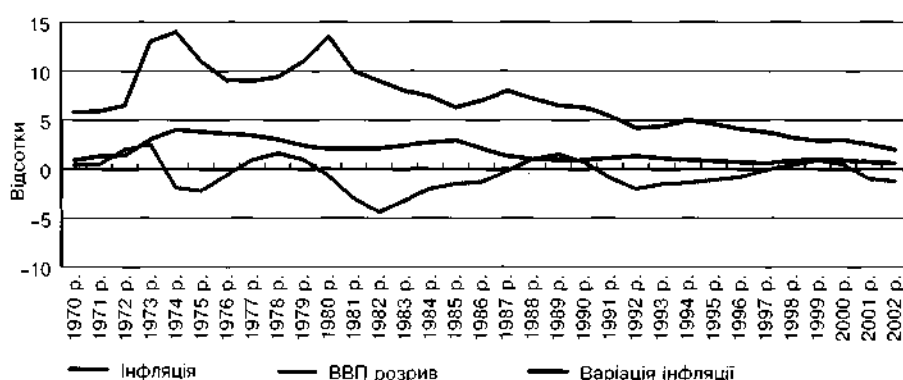
У вітчизняній економічній літературі питання впливу глобалізації на характер незалежності центральних банків не порушується взагалі, незважаючи на доволі глибокі та всеохоплюючі дослідження глобалізаційних процесів, наприклад, авторськими колективами під керівництвом О. Білоруса [1] та Д. Лук'яненка [2]. Більшість західних дослідників концентрують увагу на питанні підвищення ефективності монетарної політики останнього десятиліття (див., приміром, працю фахівців ОЕСР П. де Ліми, А. де Серрес та М. Кеннеді [3] і графік, де відображено тенденцію до зниження інфляції у розвинутих країнах на тлі затухання циклічних коливань, виражених показником "розрив ВВП" — різницею між потенційно можливим обсягом ВВП при повній зайнятості і фактично досягнутим при циклічному безробітті). Формально-теоретичні викладки з обґрунтуванням неефективності інфляційного зміщення та інконсистентної поведінки центральних банків містяться у відомих працях американських економістів Д. Ромера [4] і П. Лейна [5]. На основі макроекономічного аналізу системних змін у середовищі монетарної та фінансової політики автори визначають основні

детермінанти, що зумовлюють необхідність забезпечити незалежність центральних банків в умовах глобалізації, та фактори, котрі формують потенційні виклики тим органам грошової влади, монетарна активність яких не гарантована відповідним статусом.

Аналізуючи системні зміни у середовищі макроекономічної політики в умовах глобалізації у контексті проблематики незалежності центральних банків, можна виділити дві групи фундаментальних факторів. По-перше — пов'язані з трансформацією макроекономічного середовища здійснення монетарної політики на національному рівні, включаючи роль держави у цьому процесі. По-друге — пов'язані з впливом глобалізаційних процесів на функціонально-імплементаційні можливості центральних банків оперувати за того чи іншого каркасу монетарної політики. Тобто перші фактори визначають середовище функціонування монетарних органів, а другі — функціональну поведінку в такому середовищі.

Стосовно дії першої групи фундаментальних факторів можна стверджувати, що процес глобалізації, з одного боку, послаблює інфляційні тенденції (див. графік, який демонструє суттєве зниження інфляції та її варіації у 20 розвинутих країнах світу саме за розвитку процесів глобалізації), а з

Інфляція, розрив ВВП та варіація інфляції в країнах ОЕСР у 1970 – 2002 рр.



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

іншого, — робить центральний банк вразливим щодо проблеми інфляції загалом і послаблення інфляційного зміщення зокрема. Феномен послаблення інфляційного зміщення (тобто ситуації, пов'язаної з тим, що економічні агенти, усвідомлюючи можливість непередбаченої інфляції, з метою вирішення проблеми безробіття у майбутньому підвищують рівноважні ціни вже сьогодні, внаслідок чого загальний рівень інфляції зростає) в умовах глобалізації відображає своєрідну акомодативну реакцію органів грошової влади на трансформацію макроекономічного середовища їх функціонування, в основі якої лежить більша відкритість виробничих факторів (насамперед, капіталу) міжнародній мобільності та зростання ролі міжнародної торгівлі й інвестицій у формуванні макроекономічних процесів.

Проте послаблення проінфляційних стимулів з боку центрального банку також може пов'язуватися з певною модернізацією макрокоординаційного механізму. Втеча капіталів і негативні наслідки цього процесу безпосередньо зачіпають зону відповідальності уряду й меншою мірою (якщо взагалі торкаються) — центрального банку. На думку Д.Вілданіна, глобалізація позначається на уніфікації цільових антиінфляційних функцій уряду та центрального банку [6]. Негативне ставлення інвесторів до інфляції в умовах мобільності капіталу призводить до його впливу, 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 фінансовою політикою, внаслідок чого органам грошової влади легше забезпечити цінову стабільність.

НОВІ ВИКЛИКИ ЦЕНТРАЛЬНИМ БАНКАМ

Відтак може постати питання про безвідносність статусу монетарних органів щодо характеру інфляційних трендів, адже вони в умовах глобалізації мають знижувальний напрям завдяки її дисциплінуючому впливу на національні макроекономічні органи (не лише на центральний банк). Однак саме це є викликом сучасним центральним банкам,

оскільки низка факторів може спонукати монетарні органи до альтернативної поведінки.

Ці фактори можна сформулювати у три великих групи, що визначаються:

- ♦ потребами забезпечення конкуренції розташування (*locational competition*);

- ♦ оцінкою монетарними органами власних макроекономічних можливостей;

- ♦ структурними детермінантами м'якої макроекономічної політики.

До першої групи можна віднести такі чинники:

- а) фіскальна політика в умовах глобалізації стає дедалі нейтральнішою. Можливості запровадження нових податків для фінансування структурних програм звужуються з огляду на конкуренцію між країнами та регіонами за залучення капіталів. Стосовно дефіцитного фінансування міжчасового згладжування, то хоч його ефективність і підвищується в умовах глобалізації (наприклад, унаслідок конвергенції процентних ставок на міжнародних ринках за доступу до закордонних джерел заощаджень), інвесторами воно може розцінюватися як негативний чинник довгострокового зростання з огляду на те, що макроекономічна вразливість країни посилюється. Відповідно здійснення контрциклічних заходів чи активістської політики іншого спрямування суттєво ускладнюється через неспроможність за допомогою фіскальних регуляторів суттєво збільшити сукупний попит навіть у середньостроковій перспективі, а термін, упродовж якого стимули зростання сукупного попиту будуть дієвими, скорочуватиметься в міру підвищення мобільності капіталів;

- б) необхідність забезпечення конкуренції країни за залучення інвестицій актуалізує питання про якість виробничих факторів та інфраструктури. Нові виробництва, стаючи дедалі наукомісткішими, потребують високої кваліфікації населення та розвитку інформаційних систем і телекомунікацій. Інфраструктурні аспекти мотивації до інвестицій також є важливими з огляду на масштаби бізнесу, які виходять за межі одного локалізованого ринку, що потребує широкого набору якісних транспортних мереж. Однак бюджетні ресурси є обмеженими, оскільки фіскальна політика стає нейтральнішою, а це може спонукати уряди до тиску на центральні банки, аби вони фінансували необхідні видатки на освіту чи інфраструктуру за рахунок емісії. До цієї групи проблем фіскальної політики можна віднести також об-

межену ефективність перерозподільчих заходів. З одного боку, розвиток глобалізації та науково-технологічних інноваційних процесів сприяє зростанню добробуту, а з іншого — посилює розшарування суспільства, що спонукає уряди реагувати підвищенням соціально-дистрибутивної активності. Це в свою чергу може послабити мотивацію до праці у менш заможних верств і, що небезпечніше, провокувати втечу найосвіченішого прошарку зайнятого населення з огляду на зростання загальної факторної мобільності та глобальну конкуренцію на ринках праці;

- в) нейтральність фіскальної політики та сприйняття урядом чи суспільством процесу зменшення інфляційного зміщення як чогось природного може загострити проблему зміни меж відповідальності макроекономічних органів, зокрема, центральний банк буде зобов'язаний забезпечувати економічне зростання чи боротися за структурні пріоритети. Одним із засобів досягнення цього уряд може вважати низькі процентні ставки. Але за умов, коли ставки наближені до нуля, ефективність монетарної політики стрімко знижується, оскільки попит на готівку зростає безмежно, а можливості вилучення грошової маси з обігу чи її розширення через операції відкритого ринку стрімко зменшуються. Тому вирішення проблеми нейтральності фіскальної політики шляхом тиску на монетарні органи з метою зниження процентних ставок насправді призводитиме до остаточної втрати макроекономічною політикою своєї ефективності.

Щодо проблеми оцінки центральними банками меж ефективності власної політики, то вона полягає ось у чому. Поєднання позитивних для зниження інфляційного фону ефектів глобалізації з мандатом (основним завданням) органів грошової влади, що не містить прямих антиінфляційних застережень чи передбачає реалізацію суперечливих завдань, робить монетарну політику вразливою до ідентифікації тієї фази ділового циклу, коли надмірне економічне зростання перетне смугу інертності щодо його інфляційних наслідків. Впевнений у глобалізаційних ефектах щодо зменшення інфляції центральний банк може не вжити вчасних заходів для переведення монетарної політики у режим рестрикції. Проте немінучість "жорсткої посадки" економіки у такій ситуації посилюватиме вразливість країни до втрат від різких флуктуацій ділової активності та пристосування ринкових агентів до них і

до спекулятивних атак проти національної валюти, адже фінансові арбітражери відстежують межі безінфляційних наслідків економічного зростання та відповідного зростання капіталізації фінансових ринків. Затримка з переведенням монетарної політики у жорсткий режим також позначається на довірі до неї; у результаті репутаційна рівновага, яка виникла між центральним банком та укладачами трудових угод, погіршиться, відображаючи інерційність у ставленні економічних агентів до його майбутніх намірів.

Стосовно **третьої групи факторів**, то в них проявляється певна трансформація природи інфляціогенного процесу в умовах глобалізації. Якщо глобалізація позначається на зниженні інфляційного фону та макроекономічної неефективності зростання цін, то підвищення інфляції, залишаючись монетарним на сутнісно-детермінаційному рівні, дедалі більше набуватиме ознак структурно-інституціонального характеру. Тобто неспроможність уряду забезпечити функціонування ринкових інститутів, які б 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 залучення інвестицій. Спроможність груп впливу чинити тиск на прийняття політико-економічних рішень та селективні чи кон'юнктурні урядові дії визначає ситуацію, коли підтримується режим м'яких бюджетних обмежень і відповідне послаблення конкуренції та викривлення проходження цінових сигналів. Подібні негативні алокаційні ефекти можуть спостерігатися, якщо існують інституціональні бар'єри для підвищення гнучкості ринків, насамперед ринків капіталу та праці. В ширшому контексті це може стосуватися і жорсткого трудового, соціального чи пенсійного законодавства. Оскільки можливості маніпулювання податковим тягарем невеликі, то підтримання м'яких бюджетних обмежень і збереження інституцій, які сповільнюють чи ускладнюють дію ринкового механізму, ретранслюватиметься на пошуку компенсації втрат економічної ефективності. Такі компенсації мають грошову природу, а отже, їх підтримання на вихідному чи зростаючому номінальному рівні перманентно означає тиск на центральний банк. У цих координатах залежність централь-

ного банку від уряду розглядається як один із проявів загальної інституціональної слабкості економіки, оскільки це дає змогу підтримувати режим м'яких бюджетних обмежень зокрема чи зволікати з реформами або ж уникати їх узагалі. А це і буде *проявом структурної природи інфляції в умовах глобалізації*.

ПРОБЛЕМИ НЕЗАЛЕЖНОСТІ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

У наслідок затримки структурних, інституціональних реформ та інфляційного зміщення знижуватиметься добробут, оскільки ринки негативно оцінюватимуть економічну політику. Отже, фактором, який спонукатиме і до зменшення інфляційного зміщення, і до здійснення структурних реформ, буде мобільність капіталу. А це у свою чергу є аргументом на користь того, що позитивні ефекти глобалізації, зокрема стосовно інфляції, спостерігатимуться за відповідної стійкої інституціональної системи економіки країни, де незалежність центрального банку розглядається як одна з її найважливіших складових. Отож не глобалізація як така зумовлює вирішення проблеми інфляційного зміщення: причина цього — активне неприйняття інфляції центральним банком, урядом та суспільством. Тобто оптимальний (з огляду на можливі втрати ВВП у короткостроковому періоді) рівень інфляції в умовах глобалізації знижується, а оптимальний рівень неприйняття інфляції зростає. Однак це також не підмінює незалежність центрального банку — її необхідність актуалізується з огляду на інфляціогенні ризики глобалізації, про які згадувалося вище. В даному разі незалежність центрального банку розглядатиметься як інституціоналізація зростаючого оптимального неприйняття інфляції, що має захистити суспільство від можливих неадекватних дій уряду чи політичних груп, які схильні перебільшувати позитивні ефекти глобалізації стосовно зниження інфляції чи розглядають цей феномен поза його структурно-інституціональною обумовленістю. Глобалізація не руйнує відповідності між статусом монетарних органів та характером монетарної політики, а навпаки, робить її ще актуальнішою з огляду на потребу сформувати такий інституціональний каркас суспільства, в рамках якого могла б проводитися здорова макроекономічна політика, а разом вони розглядалися би як факто-

ри конкуренції між країнами за залучення інвестицій.

Стосовно другої групи фундаментальних факторів можна стверджувати, що глобалізаційні процеси у новому контексті ставлять традиційне для сучасної монетарної теорії питання про те, чи повинна політика центральних банків здійснюватися на основі **правил** (тобто щоб їх формальний незалежний статус посилювався через запровадження емпіричних правил поведінки, у такий спосіб певною мірою послаблюючи автономію щодо вибору цілей), чи має бути **дискреційною** (тобто такою, коли монетарні рішення приймаються відповідно до статусу, який закріплює незалежність). Глибокі структурні зміни, що відбулися за глобального зближення ринків та розвитку нових інформаційних технологій, розглядаються як аргумент на користь посилення дискреційних чинників у поведінці центральних банків (але в межах їх антиінфляційної спрямованості та сформованої довіри до неї) і водночас — на користь обмеження монетарних рішень через запровадження правил. Специфічність ситуації зумовлюється тим, що в умовах глобальних структурних змін та інформаційної революції підвищується невизначеність у процесі прийняття монетарних рішень практично з будь-якого аспекту макроекономічного чи функціонального вибору центрального банку. Це й дає підстави розглядати і політику на основі правил, і дискреційну політику як однаково релевантні щодо проблеми невизначеності, викликані глобалізаційними змінами у макросередовищі функціонування центральних банків. Щодо самих структурних змін і проблеми невизначеності, то їх можна охарактеризувати так:

♦ по-перше, відкритість економік та викликане цим зростання ролі екзогенних факторів розвитку світового господарства при визначенні внутрішніх макроекономічних трендів підвищує невизначеність щодо основного набору параметрів макроекономічної моделі національної економіки, на яку спирається центральний банк при здійсненні політики;

♦ по-друге, швидка зміна детермінаційних факторів економічного зростання в умовах глобалізації не дає змоги визначити, яким є показник потенційного ВВП нині та яким він буде у подальшому, а також яким має бути співвідношення між цільовим та потенційним ВВП за умови, що

інфляція не вийде з-під контролю. Якщо припустити, що зростання виробництва без інфляційних наслідків відображає ситуацію наближення до повного завантаження виробничих потужностей, то це означає, що скоро будуть задіяні всі ресурси, а триваюча акомодативна політика призведе до сплеску інфляції. Але, як свідчить передусім досвід економіки США, в умовах глобалізації момент повного завантаження виробничих потужностей має ірраціональний характер, оскільки заздалегідь невідомо, чи підвищуватимуть структурні зміни та зростання продуктивності праці майбутній потенційний рівень ВВП, чи він підвищуватиметься 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 пристосовуватися до збереження стабільності інфляційної цілі, що спричиняє її коливання. Оскільки сповільнення зростання грошової маси повинно мати випереджаючий щодо інфляції характер, як і її зростання в умовах поживлення кон'юнктури, то неможливо прогнозувати фактичний потенційний рівень ВВП, а відтак неможливо передбачити, коли слід застосовувати обмежувальні заходи у випадку буму, а коли стимулюючи — у разі спаду. Позаяк природа сучасного підвищення величини потенційного ВВП має інноваційний характер, його прогнозування зводиться до прогнозування інновацій та їх значення для бізнесу. Оскільки це в принципі неможливо, то й неможливо знати наперед циклічні рамки макроекономічного вибору центрального банку;

♦ по-третє, прояв інфляційних тенденцій в економіці ускладнюється, бо швидке зростання продуктивності праці, підтримуване інноваціями, сприяє інтенсивному розвитку фінансових ринків. Поява нових технологій та їх відносно швидке "оформлення" у продукт, що постачається на ринок, спричиняється до підвищення капіталізації ринків нових компаній. Зростання фондових індексів створює ситуацію, коли частина інфляційного тиску, який спостерігається на традиційних споживчих чи промислових ринках, спровокована м'якою монетарною політикою, "тікає" на фінан-

сові ринки, розвиток котрих опосередковано дає змогу підвищувати інвестиції та 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 зумовлюється активністю фінансових ринків, які вловили переключення споживчих переваг 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 "тікає" у нагромадження фінансових активів. Звідси випливає невизначеність щодо того, яку частину сукупного попиту, підтримуваного монетарною політикою, буде перетягнуто на себе фінансовими ринками (внаслідок їх розростання) і з якою стадією бізнес-циклу це буде кореспондувати, враховуючи, що параметри останнього невідомі. Відповідно постає питання про те, як динаміка фінансових ринків відображає інфляційні очікування і чи повинен центральний банк впливати на них своїми поточними рішеннями;

♦ по-четверте, завдяки технологічним інноваціям підвищуються операційні можливості фінансового сектору через глобальну інформатизацію розрахунків, управління активами тощо. Все це підвищує невизначеність у середовищі трансмісійного механізму монетарної політики, оскільки неможливо передбачити, як нові технологічні нововведення на фінансових ринках визначатимуть попит на гроші. Без таких прогнозів ускладнюється операційне та проміжне таргетування і в підсумку — вихід на цільову інфляційну траєкторію як через відсутність стабільності грошового попиту і грошового мультиплікатора, так і через відсутність адекватного очікуванням центрального банку зв'язку між його діями на грошовому ринку та формуванням реального попиту на гроші з боку фінансових посередників.

Стосовно прихильників монетарної політики, заснованій на правилі, що вони обстоюють думку про те, що високий рівень невизначеності щодо такого широкого набору модельних та операційних параметрів монетарної політики унеможливує будь-які ефективні дискреційні дії, оскільки вони лише посилюватимуть невизначеність. Здійснення політики на основі правил справлятиме загальний

дисциплінуючий ефект на всіх учасників ринку, які коригуватимуть власні очікування розвитку подій, спираючись на незмінну поведінку монетарного органу. Так, німецький економіст О.Іззінг стверджує, що здійснення політики на основі правила створить потужний номінальний якор для всієї економіки, що й формуватиме очікування [7]. Правило також забезпечить економіку від надмірних активістських кроків монетарних органів, які втрачають можливість прогнозувати часові параметри ділового циклу і через це запізнюватимуться з переведенням політики у режим рестрикції. Це особливо актуально тоді, коли послаблення ефекту інфляційного зменшення монетарної політики в умовах глобалізації починають розглядати як самовідтворювальний процес, яким можна знехтувати, якщо він уже мав місце.

Проте більшість економістів схиляється до думки, що монетарна політика на основі правила чи певного номінального якоря не буде ефективною. По-перше, нинішня ситуація з огляду на високий рівень невизначеності не дає змоги обрати ефективне правило, яке відповідало б умовам оптимальності хоча б у середньостроковій перспективі, адже можливості для формування прогнозу майбутньої інфляції та зростання потенційного ВВП у рамках ділового циклу обмежені. По-друге, швидкі структурні зміни та інноваційні зрушення, викликаючи непередбачувані флуктуації потенційного ВВП, створюватимуть ситуацію, коли будь-яке правило, оптимальне *ex ante* (за очікуваннями), не буде оптимальним *ex post* (за результатами), 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, невідомо, на які операційні параметри повинен спиратися центральний банк, здійснюючи політику на основі правила. Тому здоровим консерватизмом розробників монетарної політики буде уникнення як активізму, так і механічності.

Наприклад, Європейський центральний банк демонструє 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 щодо трансмісійного механізму, оптимальною буде неактивістська політика, зорієнтована на

середньострокову перспективу;

— по-друге, невизначеність щодо побудови економічних моделей спонукає до використання широкого набору параметрів, які лягають в основу прийняття монетарного рішення;

— по-третє, в умовах невизначеності стрімко зростає роль довіри до центрального банку, що повинно проявлятися через здійснення політики, спрямованої на досягнення єдиної і зрозумілої економічним агентам мети (стабільність цін). Це становитиме додатковий фактор привнесення якоря у систему формування ринкових очікувань [8].

Подібні висновки ще раз наголошують на необхідності якоря, який би дав змогу формувати ринкові очікування, проте він не повинен виглядати як механічне правило, а відображати довіру до здійснюваної націленості на зрозумілий для ринків монетарний параметр.

Зрозуміло, що орієнтація на експліцитний параметр за одночасного прагнення забезпечити жорсткість політики та її неактивізм на імплементаційному рівні означає, що слід використовувати такий режим, як таргетування інфляції. Не випадково, таргетування інфляції у такій ситуації розглядається як один із засобів забезпечення монетарної автономії і водночас уникнення проблеми жорсткої обумовленості грошово-політичних дій центральних банків. Зниження вірогідності довгострокових прогнозів та їх функціональності при здійсненні монетарного вибору також підштовхує до оперування середньостроковими засобами досягнення основного завдання. Тобто, з одного боку, неефективність тих чи інших проміжних цілей монетарної політики спонукає до вибору варіанта, коли кінцева і проміжна цілі зближуються у рамках середньострокового горизонту прийняття грошово-політичних рішень, і такою ціллю є безпосередньо показник інфляції, який до того ж експліцитно узгоджується з мандатом центрального банку. Крім того, таргетування інфляції має ознаки як політики на основі правила (емпіричний характер, транспарентність, обов'язковість досягнення інфляційної цілі тощо), так і дискреційної політики (таргетування інфляції не звужує операційну гнучкість монетарної політики). З іншого боку, визнання процесу таргетування інфляції як одного з найоптимальніших в умовах глобалізації потребує забезпечення центрального банку достатньою незалежністю, щоб таке тар-

гетування було ефективним і не залежало від досягнення інших завдань. Це особливо актуально з огляду на складність даного режиму монетарної політики, в рамках якого враховується багато грошових та негрошових змінних, і отже, тиск на центральний банк, призводячи до порушення динаміки однієї з них, може унеможливити ефективне досягнення інфляційної цілі в принципі. Це ще один аспект питання, чому в умовах глобалізації роль незалежності центральних банків тільки підвищується, попри те, що проблема інфляції вже не стоїть так гостро.

Стосовно проблематики валютного курсу в даному контексті, то глобалізація, підвищуючи вірогідність макроекономічної та структурної неефективності фіксованих валютних курсів унаслідок зростаючої мобільності капіталу та розширення поля актуалізації потенційних спекулятивних атак, спонукає до вибору такого інституціонального режиму монетарної політики, за якого довіра до неї формувалась би безвідносно до характеру обмежень на валютно-курсові коливання. Досвід валютних турбулентностей у середині 1980-х, у 1992—1993 рр., у 1994 р. та у 1997—1999 рр. свідчить, що масштабні спекулятивні атаки відображали оцінку ринками експансивних кроків монетарних органів у попередньому періоді, очікуючи від них та спонукаючи їх до інконсистентної поведінки. Відомий американський дослідник проблем міжнародної економіки М. Обстфельд виявляє певний взаємозв'язок між статусом центральних банків та характером фіксації національної валюти. Коли не вдається забезпечити незалежність національних монетарних органів, засобом вирішення проблеми часової інконсистентності та формування довіри до антиінфляційних намірів макроекономічних органів можуть стати дуже радикальні кроки на кшталт запровадження системи валютної ради (*currency board*) чи повної доларизації. Але більші переваги гнучкіших валютно-курсів режимів в умовах глобалізації актуалізуються саме тоді, коли центральні банки мають високий рівень незалежності [9].

ПІДСУМОК

Незважаючи на всеохоплюючу тенденцію до зниження інфляції, проблема незалежності центральних банків в умовах глобалізації не знімається, навпаки — постає ще гостріше. Це зумовлюється зростан-

ням нейтральності фінансової політики, ейфорією від глобалізаційно зумовленого послаблення проблеми інфляційного зміщення, неможливістю прогнозувати межі ділового циклу та потенційного зростання ВВП тощо. Самозаспокоєння від зниження інфляції в умовах глобалізації стає викликом здоровій монетарній політиці, відповіддю на який є утвердження незалежності органів грошової влади. Перехід до таргетування інфляції та занепад систем фіксованих валютних курсів також актуалізують необхідність вибору на користь інституціонального захисту центральних банків, незалежність яких становила б фактор підвищення стабільності макроекономічної ситуації та алокаційної ефективності економіки в умовах глобальних трансформацій, особливо у країнах із ринками, що розвиваються, де рівень політичної толерантності до автономії органів грошової влади не є високим.

Література

1. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія / Керівник авт. колективу і наук. ред. О.Г.Білюс. — К.: КНЕУ. — 2001.
2. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: Монографія / За ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г.Лук'яненка. — К.: КНЕУ. — 2001.
3. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. *Macroeconomic Policy and Economic Performance* // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — № 353 // www.oecd.org.
4. Romer D. *Openness and Inflation: Theory and Evidence* // *Quarterly Journal of Economics*. — 1993. — № 108. — P. 869—903.
5. Lane P. *Inflation in Open Economies* // *Journal of International Economics*. — 1997. — № 42. — P. 327—347.
6. Wildasin D. *Factor Mobility and Fiscal Policy in the EU: Policy Issues and Analytical Approaches* // *Economic Policy*. — 2000. — № 31. — P. 337—378.
7. 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.
8. *Monetary Policy-Making under uncertainty* // *ECB Monthly Bulletin*. — 2001. — Jan. — P. 43—55.
9. Obstfeld M. *Globalization and Macroeconomics* // *NBER Reporter*. — Fall 2000. // www.nber.org.
10. Wagner H. *Implications of Globalization for Monetary Policy* // *IMF Working Paper*. Mimeo — 2001. — WP/01/184. — P. 1—62.