ДИНАМІЧНА ІНКОНСИСТЕНТНІСТЬ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНИХ МАКРОФІНАНСОВИХ ПРОЦЕСІВ

Віктор Козюк, *завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, доктор економічних наук, професор*

Фундаментальні реформи центральних банків та монетарної політики у 1990-х роках багато в чому спиралися на теорію нової макроекономіки, важливою складовою якої є дослідження проблеми динамічної інконсистентності, інфляційного зміщення та конструювання оптимальних правил політики. Експліцитне та імпліцитне таргетування інфляції як панівний тренд модернізації монетарної політики відобразили своєрідний компроміс між жорсткими правилами та гнучкістю у поведінці центрального банку. Здобуття довіри центробанками почало розглядатись як один із наріжних каменів монетарної політики та прямий важіль впливу на подолання дилеми коротко- та довгострокових монетарних цілей.

Усвідомлення наявності раціональних очікувань в учасників ринків сформувало передумови для того, що вибір операційних інструментів політики почав залежати від прогнозних змін цільової величини, а не фактичної, тим самим продемонструвавши випереджальний характер поведінки центральних банків щодо змін в економіці; систематичність та прогнозованість таких кроків підсилили довіру до монетарних органів. Зниження рівня інфляції, спредів за довгостроковими ставками, зменшення варіації інфляції та ВВП почало інтерпретуватись як прояви нового рівня успішності функціонування центробанків, завдяки чому проблема динамічної інконсистентності відійшла на задній план у теоретичних дискусіях та практиці діяльності провідних центробанків.

Утім, такі позитивні тренди у сфері монетарної політики здебільшого виявилися замкненими та локалізованими на національному рівні протікання монетарних процесів. Експансія фінансової глобалізації, інтеграція ринків, трансформація фінансової системи, зростання ролі країн з ринками, що виникають, на тлі перетворення платіжних дисбалансів та гіпертрофії глобальних валютних резервів у структурну ознаку глобальної економіки різко змінюють уявлення про модальність адекватної монетарної політики у глобальному контексті. Окреслені вище успіхи у реалізації монетарної політики дуже часто виявлялись причиною своєрідного самозаспокоєння, внаслідок чого виник потужний конфлікт між довірою до центробанків і відносною їх успішністю на національному рівні та зростанням фінансових дисбалансів на глобальному рівні. Тільки сплеск інфляції цін на первинні ресурси в сукупності з першими ознаками глобальної фінансової кризи у 2007 та на початку 2008 р. продемонстрував, що монетарна політика може виявитись неготовою до нових глобальних викликів. Обвал цін на первинні ресурси хоч і послабив проблему інфляції, але це скоріше виявилося наслідком радикального стиснення глобального попиту в умовах кризи. Посилення значення ситуації у фінансовому секторі для динаміки інвестицій і споживання, а також глобальних тенденцій у сфері цін на первинні ресурси для контролю за інфляцією на національному рівні зумовлює необхідність розгляду питання про те, що вартість на фінансовому ринку та світові ціни визначаються відповідно до умов глобального попиту, через який може чинитися взаємовиключний вплив на цільову функцію центробанку, внаслідок чого останній потрапляє у площину актуальності якісно нового конфлікту, який може бути зведений до проблеми динамічної інконсистентності, але вже в новому ракурсі. Отже, дослідження цієї проблеми є актуальним.

Так, проблема динамічної інконсистентності відображає наявність конфлікту між короткостроковими та довгостроковими цілями центробанку. У першому випадку він готовий викликати несподівану для економічних агентів інфляцію з метою покращення ситуації у сфері зайнятості, однак у довгостроковому періоді він все ж таки прагне цінової стабільності. Усвідомлення економічними агентами цього конфлікту призводить до завищення рівня інфляції безвідносно до фактичних дій монетарних органів, що знижує рівень економічної рівноваги та залишає її з більш високим рівнем інфляції (інфляційне зміщення)[1]. Вихід із цієї дилеми полягає у дотриманні правила політики, яка має викликати довіру. З цього випливає, що репутація центрального банку має реальні макроекономічні наслідки і напряму може визначати рівень інфляції в країні[2]. Доведення цього ознаменувало переломний момент в еволюції центробанків та породило нову хвилю досліджень з приводу суміщення жорстких правил з необхідністю здійснення гнучких кроків для зниження волатильності ВВП[3]. Невипадково заснування монетарної політики

на принципах раціональних очікувань та орієнтації на подолання проблеми динамічної інконсистентності вважається домінантною рисою сучасного етапу еволюції центробанків[4]. Водночас, у контексті трансформації фінансової системи, теоретизується феномен "парадоксу довіри". Його суть у тому, що у випадку, коли центробанки користуються довірою, інфляція вже не є першим індикатором, який реагує на надлишок сукупного попиту та підвищення ліквідності. Надлишкова ліквідність спонукає до прискореного зростання внутрішнього кредиту, вартості активів, тим самим запускаючи в дію процикличні механізми поведінки фінансової системи[5]. Значною мірою цьому сприяє зниження кута нахилу кривої Філіпса[6] та тенденція до дезінфляції, що пов'язується з відповідним специфічним впливом глобалізації[7]. Завдяки таким зрушенням з'являються безпрецедентні можливості для тривалого підтримання надзвичайно низьких процентних ставок, що призводить до прискореного роздмухування фінансових "бульбашок" та зростання цін на первинні ресурси.

Втім, проблеми "бульбашок" та цін на первинні ресурси аналізуються ізольовано, що явно є неадекватним з огляду на те, що сьогодні вже сформувалися передумови для чіткої ідентифікації детермінант глобального попиту у вигляді підтримання платіжних дисбалансів, гіпертрофії глобальних валютних резервів, асиметричної поведінки валютних курсів у розрізі утворення платіжних позицій, внаслідок чого Ямайський валютний устрій не забезпечує системного контролю за глобальною монетарною експансією. Очевидно, що ізольований розгляд змін щодо цін на активи[8] і на первинні ресурси[9] призводить до традиційних результатів, які

[4] *Mishkin F. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? // NBER Working Paper. — 2006. — № 12515. — P. 1—46.*

[5] *Borio C. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? // BIS Working Paper. — 2003. — № 128. — P. 1—26; Borio C., Filardo A. Back to the Future? Assessing the Deflation Record // BIS Working Paper. — 2004. — № 152. — P. 1—61; Borio C., Lowe Ph. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? // BIS Working Paper. — 2004. — № 157. — P. 1—51; Borio C., Shim I. What Can (Macro-)prudential Policy Do to Support Monetary Policy // BIS Working Paper. — 2007. — № 242. — P. 1—48; Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regims // BIS Working Paper. — 2004. — № 147. — P. 1—51.*

[6] *Razin A., Binyamini A. Flattened Inflation-Output Tradeoff and Enhanced Anti-Inflation Policy: Outcome of Globalization? // NBER Working Paper. — 2007. — № 13380. — P. 1—20; Dora I. Flattening Phillips Curve: Implications for Monetary Policy // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/76. — P. 1—19.*

[7] *Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence // Quarterly Journal of Economics. — 1993. — № 108. — P. 869—903; Lane P. Inflation in Open Economies // Journal of International Economics. — 1997. — № 42. — P. 327—347; Rogoff K. Globalization and Global Disinflation // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf. Jackson Hole. Wyoming, 2003. — P. 77—112; Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, August 24—26, 2006. — P. 1—48; Kohn D. The Effects of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy // Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference. Chatham, Massachusetts, June 16, 2006 // www.federalreserve.gov.; Borio C., Filardo A. Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation // BIS Working Papers. — 2007. — № 227. — P. 3—48.*

[8] *Wagner H., Berger W. Financial Globalization and Monetary Policy // Bank of Netherlands's Conference Papers. — 2002. — Oct. — P. 1—40; Schwartz A. Asset Price Inflation and Monetary Policy // NBER Working Paper. — 2002. — № 9321. — P. 1—22; Cecchetti S., Genberg H., Wadhwani S. Asset Price in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper. — 2002. — № 8970. — P. 1—22; Chailoux A., Gray S., Kluh U., Shimizu S., Stell P. Central Bank Response on the 2007—08 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn // IMF Working Paper. — 2008. — WP/08/210. — P. 1—54; White W. Is Price Stability Enough? // BIS Working Papers. — 2006. — № 205. — P. 1—20.*

[9] *Krichene N. Recent Inflationary Trends in World Commodities Markets // IMF Working Paper. — 2008. — WP/08/130. — P. 1—26.*

вже не вписуються в ситуацію радикалізації конфлікту між впливом стану у фінансовому секторі на споживання та інвестицій, підтримання фінансової стабільності та добробуту країни й поведінкою цін на первинні ресурси, яка може загострювати проблему контролю за інфляцією, а також проблеми шоків умов торгівлі з відповідними наслідками для фінансування платіжних балансів.

Так, розгляд проблеми здебільшого зводиться до питання, чи повинна фінансова стабільність бути експліцитною ціллю центробанку, або ж чи мають фінансові індикатори включатись у функцію реакцій. Такий підхід можна сприймати як національно-центричний, який ігнорує проблему того, що детермінованість поведінки вартості активів та цін на первинні ресурси випливає з глобальних умов попиту і саме вони можуть наражати глобальну економіку на проблему динамічної інконсистентності у сфері реакцій центробанків на фінансові процеси з метою підтримання фінансової стабільності та у сфері реакцій на зміну цін на первинні ресурси з міркувань підтримання цінової стабільності. Пропонована стаття висвітлює наявність монетарного конфлікту цілей центробанків на глобальному рівні, який інтерпретується у категоріях динамічної інконсистентності, але у специфічному ракурсі.

З появою спільної тенденції у поведінці вартості первинних ресурсів та фінансових активів як феноменів глобального попиту монетарна політика стикається з новим викликом. Підтримання пропозиції ліквідності для потреб фінансового сектору може не відповідати потребам обмеження зростання цін на первинні ресурси і, відповідно, контролю за інфляцією, та навпаки. Традиційно обидві проблеми розглядаються ізольовано. У випадку фінансового сектору йдеться про так зване включення реакцій на фінансовий цикл у систему таргетування інфляції, що одразу наражається на критику з огляду на конфлікт між фінансовим та реальним циклом. У другому випадку наголошується на тому, що більш жорсткі монетарні умови є кращим рецептом для запобігання зростанню цін (і кінцевих, і світових).

Утім, як тільки ринки переступають певний поріг глобальної інтеграції, а ціноутворення на первинні ресурси переобтяжується компонентами поведінки цін на активи, ізольований розгляд вартості активів та первинних ресурсів перестає бути адекватним. Обмеженість окремого розгляду також зумовлюється тим, що між динамікою вартості активів та первинних ресурсів (яка частково поводиться як актив) виникає залежність, яка є наслідком деяких структурних зрушень у глобальній економіці.

По-перше, завдяки можливостям підтримання порівняно занижених процентних ставок в умовах актуальності специфічних дезінфляційних наслідків глобалізації збільшення глобальної ліквідності призводить до зростання вартості активів. Цьому також сприяє певний ендогенний попит на активи, який є відображенням трансформації глобальної фінансової системи, в якій в основі руху вартості — обіг фінансових активів, та зростання значення країн з ринками, що виникають, як оферентів, а не реципієнтів капіталу. В таких умовах глобальна фінансова система стає вкрай чутливою до поведінки глобальної ліквідності: експансія останньої не стільки результує у миттєвій інфляції, скільки відкладає її через зростання вартості активів. Оскільки основою поведінки глобальної

ліквідності стає динаміка глобальних валютних резервів, монетарних агрегатів найбільш розвинутих країн та підтримання низьких ставок, то злет вартості активів є закономірним відображенням швидкого зростання глобальної грошової пропозиції.

Різні дослідники по-різному визначають специфіку глобальних умов ліквідності (одні — низькі ставки, зростання грошової бази та внутрішнього кредиту[10], інші — те, що між зростанням глобальних валютних резервів та низькими фоновими глобальними ставками проценту існує зв'язок, внаслідок чого платіжні дисбаланси можуть відображати самодостатні причини експансії ліквідності[11]), однак факт того, що від поведінки останньої залежить динаміка активів, уже не викликає сумніву. З іншого боку, зростаюча залежність функції інвестицій, споживання та поточного рахунку як похідної останньої від різних ефектів доходу також засвідчує зростання значення стану фінансових ринків для реальних макроекономічних процесів[12]. Дані рис. 1 чітко засвідчують, як зростання глобальних резервів зумовлює зростання вартості репрезентативного набору первинних ресурсів, дані рис. 2 демонструють, що глобальна монетарна експансія призводить до зростання вартості активів та первинних ресурсів, а дані рис. 3 підтверджують наявність зв'язку між первинними ресурсами, глобальним ВВП та адитивним характером платіжних дисбалансів США та Китаю.

По-друге, спостерігається "фінансизація" (за висловом урядника МВФ Дж. Ліпскі) ринку первинних ресурсів, особливо ринку нафти. "Фінансизація" пов'язується з тим, що вартість первинних ресурсів починає сприйматись як альтернативне джерело доходів, завдяки чому інструменти ринку первинних ресурсів (наприклад нафтові ф'ючерси) починають прирівнюватись до окремого класу активів, попит на які демонструє процеси диверсифікації портфелів та підвищення прибутковості останніх[13]. Низькі глобальні процентні ставки призводять до заниження дохідності інструментів із фіксованим доходом, а підвищення глобальної ліквідності стимулює зростання вартості інших активів. Опосередкованим підтвердженням цьому є теоретичний підхід гіперреакції цін на нафту, запропонований Дж. Франкелем, згідно з яким ціни на нафту схильні надмірно еластично реагувати на зміни у процентних ставках як відображення майбутнього зростання у теперішньому періоді[14]. В умовах зростання економіки фінансові інструменти ринку первинних ресурсів виявилися настільки суттєвим елементом глобальних портфельних рішень, що призвели до руйнації відносно чіткого поділу між сегментами ринку фінансових і товарних активів. Невипадково обвал ринку первин-

[10] *Borio C. The Financial Turmoil of 2007?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considirations // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 1—28.*

[11] *Bracke Th., Fidora M. Global Liquidity Glut or Global Saving Glut? A Structural VAR Approach // ECB Working Paper. — 2008. — № 911. — P. 5—25; Козюк В.В. Макроекономічні наслідки експоненціальних трендів глобальних фінансових дисбалансів // Економіка України. — 2007. — № 6. — С. 25—35; Козюк В.В. Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії // Економіка України. — 2008. — № 8. — С. 24—35.*

[12] *Див., зокрема,: Fratzscher M., Straub R. Asset Prices and Current Account Fluctuations in G7 Economies // ECB Working Paper. — 2009. — № 1014. — P. 5—21.*

[13] *Lipsky J. Economic Shifts and Oil Price Volatility // Remarks at 4th OPEC International Seminar. Vienna, March 18, 2009 // www.imf.org.*

[14] *Frankel J. The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices // NBER Working Paper. — 2006. — № 12713 // www.nber.org.*

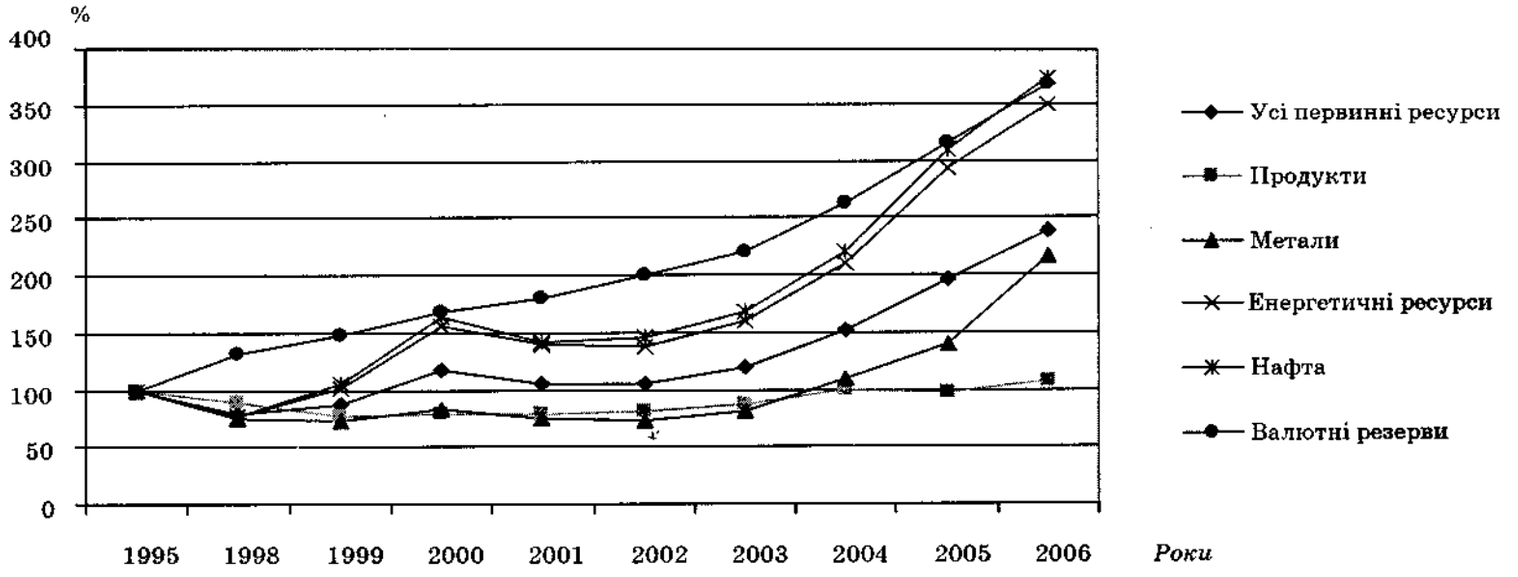

Рис. 1. **Зростання вартості первинних ресурсів та валютних резервів (1995 рік = 100 %)***

** За даними МВФ щодо динаміки глобальних валютних резервів та динаміки цін на первинні ресурси.*

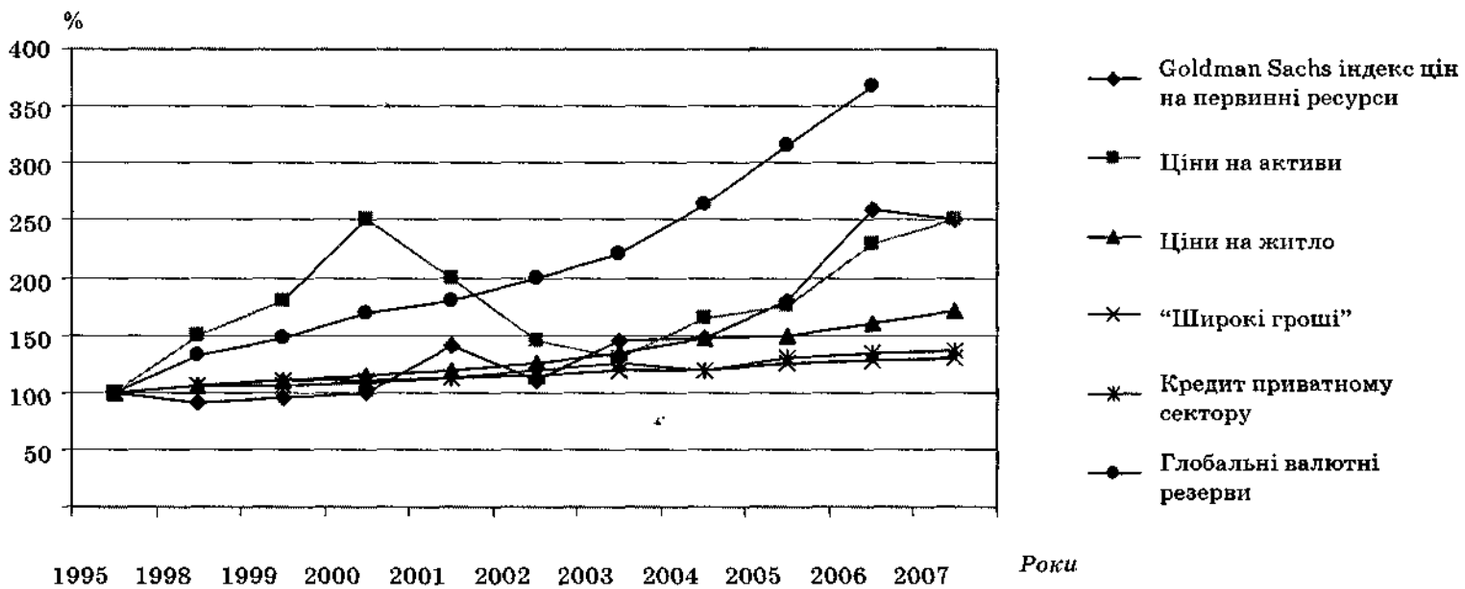

Рис 2. **Експансія глобальної ліквідності та зростання вартості активів та первинних ресурсів (1995 рік = 100 %)***

** Джерело: Borio C. The Financial Turmoil of 2007?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considirations // BIS Working Paper. — 2008. — № 251. — P. 3; IMF Annual Report. 2004. — Wash., D.C.: IMF, 2004. — P. 102—103; IMF Annual Report. 2006. — Wash., D.C.: IMF, 2006. — P. 129.*

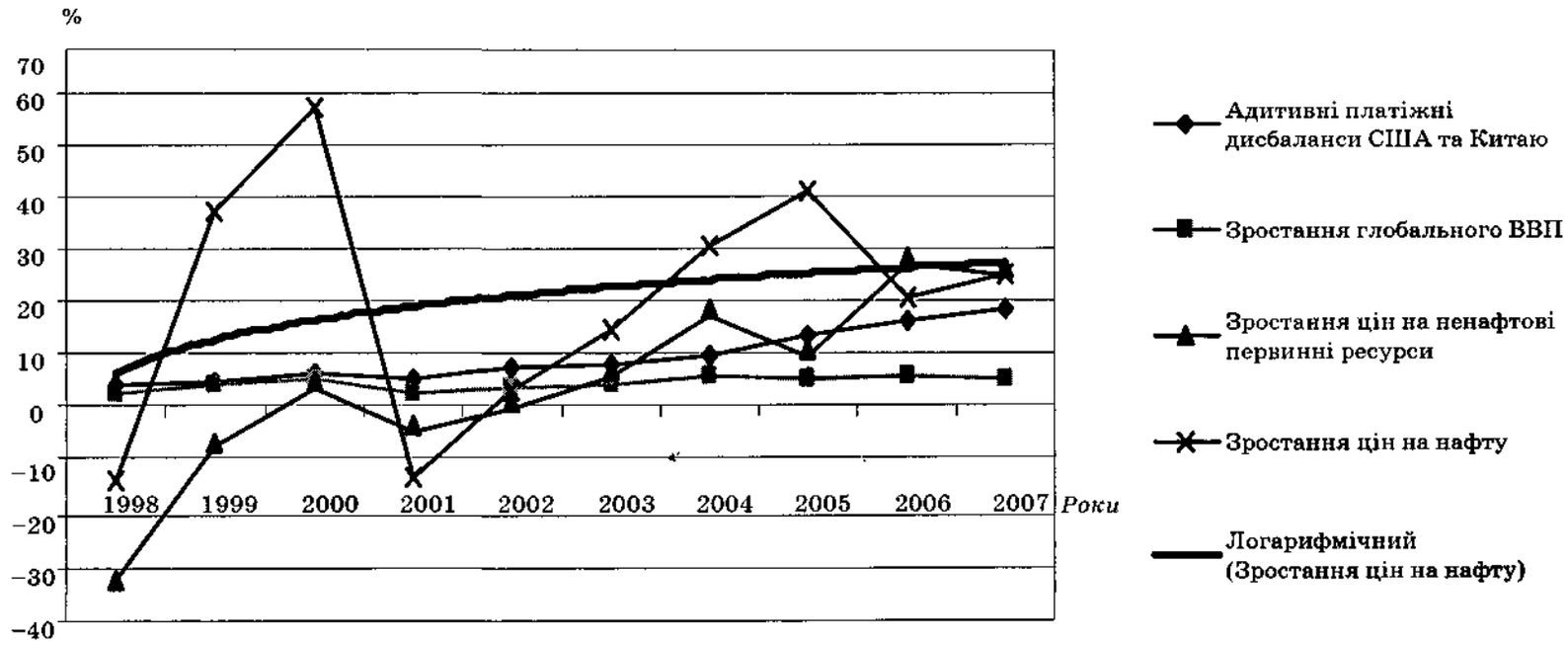

Рис. 3. **Адитивні платіжні позиції США та Китаю: наслідки для зростання глобального ВВП та цін на первинні ресурси***

** За даними МВФ щодо динаміки глобальних валютних резервів та динаміки цін на первинні ресурси.*

них ресурсів у 2008 р. відбувся практично одразу після обвалу капіталізації глобальних фінансових ринків.

Незважаючи на зростання інтересу до фінансового володіння інструментами ринку первинних ресурсів, ціни на них останнім часом виявились навіть більш волатильними, ніж ціни на основні світові фінансові активи (табл. 1). З одного боку, це пов'язано зі спекулятивними можливостями, що дає ефект гіперреакції цін. З іншого боку, це є відображенням швидкого зростання цін на ринках первинних ресурсів до середини 2008 р. і появою протилежної тенденції після.

Таблиця 1. **Волатильність за класами активів, %***

Клас активів	01.1994—02.2009	01.2004—02.2009
Barclays Aggregate bond index	4,5	3,0
US dollar trade-weighted index	4,9	5,2
US dollar to UK sterling	7,0	10,0
Japanese yen to US dollar	13,5	11,0
US dollar to euro	10,0	11,0
CRB spot	10,5	14,5
S&P500 equity index	15,5	16,0
MSCI All-Country World equity index	16,5	17,0
Exxon Mobile equity price	17,5	20,0
MSCI Global Energy equity index	20,0	23,0
Copper sport price	27,0	37,0
Crude oil APSP	34,0	37,0

** Джерело: Lipsky J. Economic Shifts and Oil Price Volatility // Remarks at 4th OPEC International Seminar. Vienna, March 18, 2009 // www.imf.org.*

По-третє, поведінка цін на первинні ресурси характеризується наявністю потужної спекулятивної складової, ступінь якої актуалізується відповідно до поведінки глобальної ліквідності. Наприклад, експансія ліквідності розширює глобальний попит, тим самим спонукаючи до зростання вартості активів. Це заохочує розкручування спіралі фінансових дисбалансів та подальше зростання попиту, що позначається на збільшенні вартості первинних ресурсів. Їх експортери, вдаючись до профіцитних платіжних балансів, породжують додатковий тиск у бік ліквідності і, відповідно, штовхають вартість активів угору. Коло замикається — зростання вартості одних і других взаємопідсилюється (рис. 4). "Бульбашки" роздуваються на тлі експансії платіжних дисбалансів, утворення яких, як уже зазначалось, багато в чому також зумовлюється відсутністю еластичної реакції інфляції та факторами попиту і переливанням капіталу.

Слід визнати, що такий прискіпливий погляд на аналізовану проблему потрібен, беручи до уваги те, що глобальна економіка становить закриту систему, в якій обмеженість усіх ресурсів є кінцевою. Саме завдяки цьому ефекти поведінки ліквідності настільки значимі для появи спільних трендів у динаміці вартості активів та первинних ресурсів.

Рис. 4. **Взаємопідсилення зростання вартості активів та первинних ресурсів у глобальній економіці**

Окрім того, що найбільш простий обмежувальний спосіб боротьби із тим, і з другим — підвищення процентних ставок (обмеження зростання грошової пропозиції) — має суперечливі наслідки для співвідношення між розгортанням фінансового та реального циклу, суттєвою проблемою є асинхронність руху вартості активів та первинних ресурсів. Навіть краще сказати, що в принципі неможливо з певною ймовірністю прогнозувати, з якою швидкістю зміни в глобальній ліквідності детермінуватимуть ціни на активи, а з якою — на первинні ресурси, і, так само, з яким лагом ціни на останні будуть реагувати на ціни на перші з погляду взаємопідсилення спекулятивних настроїв.

Важливість цієї проблеми є найбільш очевидною в тому сенсі, що кумулятивне зростання цін на первинні ресурси (тобто агреговане) буде відставати в часі від зростання вартості активів (фінансових чи нерухомості), можливо, за винятком найбільш реактивних цін на енергоносії. Якщо в цю асинхронну схему додати ситуацію із нагромадженням алокаційних диспропорцій, згенерованих у фінансовому секторі, за той час, упродовж якого зростання агрегованих цін на первинні ресурси стане значимим для монетарної політики, то можна отримати свідчення, по-перше, глибокої конфліктності обох тенденцій з позиції монетарної політики, а, по-друге, будь-який рух у межах конфлікту породжує негативні наслідки у сфері глобальної стабільності.

Очевидно, що в умовах конфліктності монетарної реакції на дисбаланси у сфері вартості активів та первинних ресурсів з'являються ефекти динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення тільки у спе-

цифічній, а не традиційній, замкнутій на проблему альтернативності інфляції та безробіття, формі. Фінансовий сектор, який втрачає ліквідність внаслідок надкредитування та надпозичання, потребує зниження процентних ставок та збільшення грошової пропозиції з боку центральних банків. Боротьба з інфляцією внаслідок глобального підвищення вартості первинних ресурсів потребуватиме підвищення процентних ставок та обмеження грошової пропозиції.

У межах структури раціональних очікувань формуються передумови для того, що усвідомлення конфлікту цілей центрального банку призводитиме до таких несприятливих процесів.

• З позицій економічних агентів, зорієнтованих на сприйняття центрального банку як такого, для якого пріоритетом є фінансова стабільність, формуватимуться очікування нижчих ставок та більших обсягів вливань ліквідності, що підвищуватиме ціни на первинні ресурси, перш за все на енергоносії, оскільки ціни на них є найбільш реактивні й найщільніше прив'язані до ф'ючерсних контрактів. В аспекті глобальної фінансової стабільності такий алгоритм означає перевагу розв'язання проблем у фінансовому секторі у короткостроковому періоді всупереч його надійності у довгостроковій перспективі.

• З позицій економічних агентів, які вважають, що центральний банк віддасть перевагу ціновій стабільності, формуватимуться очікування вищих ставок та рестрикцій у сфері грошової пропозиції, внаслідок чого вартість активів знижуватиметься, а подальша кредитна експансія обмежуватиметься. Щодо глобальної фінансової стабільності, то розв'язок алгоритму зорієнтовує нас на появу фінансових проблем у короткостроковому періоді всупереч підвищенню надійності у довгостроковому.

Домінування економічних агентів з очікуваннями, класифікованими вище, означає відхилення вартості активів та первинних ресурсів від рівноважних. Якщо в класичній моделі динамічної інконсистентності завищеною виявляється інфляція, то в нашому випадку ситуація дещо ускладнюється:

— у випадку домінування економічних агентів з очікуваннями того, що провідні центробанки віддадуть перевагу контролю за інфляцією у вигляді більш агресивної реакції на зміну вартості первинних ресурсів, спостерігатиметься відносно занижений рівень вартості активів. Негативом цього є зменшення обсягу рівноважних інвестицій та обмеження у споживанні, які "стискають" глобальний ВВП;

— у випадку домінування економічних агентів з очікуваннями того, що центробанки сконцентрують свої зусилля на стані фінансового сектору, формуватимуться завищені очікування щодо експансії ліквідності, внаслідок чого створюватимуться передумови для завищення вартості первинних ресурсів порівняно з рівноважною. Негативним наслідком цього буде збереження напруження у системі "глобальні ціни на первинні ресурси — національні споживчі ціни", а також посилення проблеми шоків умов торгівлі. В останньому випадку імпортери ресурсів можуть стикатися з проблемою фінансування дефіцитів платіжних балансів, а експортери — із внутрішньою інфляцією. Можливий варіант, коли експортери, уникаючи ревальвації курсів, заохочують відплив капіталів та збільшення резервів, тим самим збільшуючи глобальну пропозицію лік-

Таблиця 2. **Порівняння класичної та специфічної моделі динамічної інконсистентності**

Модель	Класична	Специфічна
Рівень	Національний	Глобальний
Характер конфлікту	Центробанк схильний до довгострокової політики цінової стабільності, однак у короткостроковому періоді може спровокувати послаблення монетарної політики для тимчасового ефекту зниження безробіття. Недовіра до оголошеного центробанком цільового рівня інфляції у зв'язку з усвідомленням можливостей формування непередбачуваної інфляції для підвищення зайнятості	В умовах симетричної поведінки цін на активи та первинні ресурси об'єктом конфлікту стає фінансова стабільність та глобальна інфляція (виражена через вартість первинних ресурсів). Центробанки схильні підтримувати в довгостроковій перспективі і фінансову стабільність, і стабільність цін. Однак, у короткостроковому періоді вони можуть віддати перевагу реакції на фінансові дисбаланси або реакції на динаміку глобальної вартості первинних ресурсів в розумінні того, як вона впливає на кінцеву національну інфляційну ціль
Базові макроекономічні параметри	Інфляція, безробіття, ВВП	Вартість фінансових активів, або активів у широкому розумінні (включно з комерційною та житловою нерухомістю), ціни на первинні ресурси
Наслідки конфлікту	Завищення рівня інфляції в поточному періоді, внаслідок чого економіка стикається з проблемою затяжної завищеної рівноважної інфляції (інфляційне зміщення)	Залежно від того, які очікування економічних агентів щодо пріоритету вибору центробанків будуть домінувати, можливі дві ситуації: економічні агенти очікують на пріоритет фінансової стабільності, внаслідок чого вартість первинних ресурсів починає перевищувати рівноважну; економічні агенти очікують на боротьбу з інфляцією, внаслідок чого вартість активів буде заниженою порівняно з рівноважною
Спосіб подолання проблеми	Дотримання правил монетарної політики	Вихід за межі національно-центричної монетарної політики або шляхом переходу до колективного управління глобальною ліквідністю, або формалізація координації монетарної політики відповідно до врахування глобальних умов ліквідності

відності, яка полегшує фінансування платіжних дефіцитів імпортерів, але насправді така ситуація не робить систему більш стабільною в розумінні структури взаємозалежності; система генеруватиме ризики корекції дисбалансів в умовах, коли самі дисбаланси будуть прогресувати.

У зв'язку з виникненням такого конфлікту та раціональних очікувань глобальний резонанс коротко- та довгострокових рішень центробанків призводить до того, що вони опиняються в замкненому колі: або віддати перевагу забезпеченню стабільності у фінансовому секторі, збільшуючи пропозицію ліквідності та заохочуючи зростання вартості первинних ресурсів, або більш жорсткій монетарній політиці, яка б обмежила зростання вартості первинних ресурсів і, відповідно, послабила їх вплив на споживчі ціни.

Якщо подивитись на дії багатьох центральних банків, особливо Федеральної резервної системи (ФРС), останнім часом складається враження "метушні" між обома варіантами, і кожна зміна погіршуєх ситуацію. Наприклад, різкі рухи ФРС у 2007 р. у бік надання екстреної ліквідності деяким фінансовим установам не запобігли глобальній фінансовій кризі, а лише спричинили падіння долара та зростання цін на нафту. Аналогічною є картина у 2009 р.: як тільки учасникам ринку ставали відомі наміри щодо додаткових вливань доларів у глобальну економіку, щоб стимулювати попит та покрити збитки у фінансовому секторі, нафтові ціни реагували легкими стрибками вгору, які згодом коректувались відповідно до отримання даних щодо фактичного стану економіки та торгівлі.

Найбільшою дилемою є відхід від описаних алгоритмів. Розв'язати її в лінійних категоріях неможливо, хоча б тому, що неможливо визначити наперед структуру носіїв раціональних очікувань з погляду сприйняття пріоритетів центральних банків. Це означає, що будь-який з варіантів породжує вірогідні наслідки у короткостроковому періоді. Той чи інший рух центробанків і може і не може призвести до пом'якшення ситуації в окремо взятому періоді часу. Наприклад, оздоровлення у фінансовому секторі супроводжується різкими змінами у ставленні до кредитної експансії, внаслідок чого виникають мінливі сигнали щодо інших ринків, або ж обмеження вартості первинних ресурсів зменшить пропозицію на ринках капіталів, уповільнюючи зростання ліквідності, водночас фінансова система має протриматись на певному запасі міцності. Все це є прикладами того, що вірогідність кожного з причинно-наслідкових зв'язків унеможливлює побудову адекватного механізму реагування на подібні ситуації. Поки існує конфлікт цілей і умовний вихід з нього, доти жоден зі шляхів не буде вичерпний та остаточний. У випадку, коли в основі такого шляху — функціонування цілої системи глобальних монетарних процесів, неможливо стверджувати, що вона є внутрішньо "правильною", тобто адекватною обставинам, що скались.

У більш предметній площині це означає, що здатність системи відповідати вимогам підтримання глобальної фінансової стабільності дедалі більше стає умовною. У довгостроковому періоді вирішення дилеми відбуватиметься за рахунок кризи ліквідності, яка різко обмежує глобальний попит, що приводить до обвалу цін на первинні ресурси. Завдяки цьому відбувається симетричний рух вниз обох вартостей. Однак збереження системи, яка уможливлює таку ситуацію, означає, що це скоріше

окремий момент циклічного розвитку, який регенеруватиме дилему у різних змістових, контекстних та формальних конфігураціях.

Поглиблюючи ідею циклічних ефектів проблеми динамічної інконсистентності, слід зазначити, що в класичному випадку боротьба з інфляційним зміщенням перманентно наражає економіку на циклічні коливання без урахування завоювання довіри центробанком. Це означає, що конфлікт між коротко- та довгостроковими цілями вже передбачає потенційну наявність фактора проциклічних наслідків реакції на кроки центробанку. Експлуатація обмежень, що накладаються на монетарну політику інтерпретацією жорсткого зв'язку за типом кривої Філіпса, автоматично наштовхує монетарні рішень на сприйняття циклічних імпульсів переходу від більш жорсткої до більш м'якої політики як неминучих. Відповідно, розірвання цього замкнутого кола відбуваються тільки у порівняно довготривалому періоді[15] шляхом поширення мандату цінової стабільності практично на усі провідні центробанки світу, переходу на експліцитне та імпліцитне таргетування інфляції та завоювання довіри. Втім, гнучкість реакції центробанку в межах реалізації мандату забезпечення цінової стабільності все одно зберігає момент більш високої проциклічності у випадку більш гнучкої політики[16]. Що ж до специфічної інтерпретації динамічної інконсистентності у глобальному контексті, то слід звернути увагу на обумовленість циклічних процесів глобального рівня потоками капіталу. Так, експансія ліквідності не тільки простежується у зростанні вартості активів і цін на первинні ресурси, а також і у збільшенні потоків капіталу. Причому між першим і другим є природний зв'язок, оскільки покращення умов ліквідності розігріває ринки і заохочує переливи капіталів, а реакція монетарних органів на це у вигляді збільшення резервів, а не зміни валютних курсів, заохочує черговий виток експансії ліквідності. Криза як реакція на перегрів економіки запускає протилежний алгоритм: обмеження потоків капіталу руйнує передумови для зростання резервів, а це, у свою чергу, посилює кризу ліквідності. З іншого боку, наявність конфлікту між підтриманням фінансової стабільності та обмеженням зростання цін на первинні ресурси не виключає збереження часткових, якщо не загальних платіжних дисбалансів, які роблять свій внесок у переливи капіталу та циклічну реакцію на це з боку системи "валютні резерви — грошова пропозиція — стан ліквідності фінансової системи".

Варіантом виходу з цієї проблеми є глобальна монетарна інтеграція, яка повинна забезпечити формування таких рамкових умов функціону-

[15] *Питання вирівнювання ділового циклу як наслідку більш ефективної монетарної політики піднімають: Cecchetti S., Flores-Lagunes A., Krause S. Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross Country Analysis // NBER Working Paper. — 2004. — № 10973 // www.nber.org.; Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Polisymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. — 1999. — № 7426. — P. 1—35; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. — 2003. — № 353. — P. 1—65; Rogoff K. Impact of Globalization on Monetary Policy // The New Economic Geography: Effects and Policy Implications. Symposium Sponsored by the Federal Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 24—26, 2006. — P. 1—43.*

[16] *Детальніше див: Козюк В.В. Політика Федеральної резервної системи та Європейського центрального банку: порівняння з позиції сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації // Економічна теорія. — 2007. — № 1. — С. 65—75. З іншого боку, аналіз еволюції функції реакцій ФРС демонструє істотне зменшення у бік прокейнсіанської моделі монетарних рішень, однак у неокласичному виконанні. Див.: Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Paper. — 2005. — № 11346. — P. 1—20; Friedman B. The Greenspan Era: Discretion, Rather Than Rules // NBER Working Paper. — 2006. — № 12118 // www.nber.org.*

вання глобальної грошової пропозиції, які б унеможливили систематичність асинхронних, але одновекторних рухів макрофінансових параметрів, стабілізація кожного з яких окремо є конфліктною. Тобто відповідність глобальної грошової пропозиції глобальним фундаментальним процесам автоматично не допускатиме актуалізацію ефектів ліквідності, які запускатимуть у дію рух вартості активів та первинних ресурсів у масштабах, боротьба з якими наражатиме глобальну фінансову систему на ризик дестабілізації. Слід зазначити, що альтернативою централізації процесу управління глобальною грошовою пропозицією є формування обмеженого набору валютних союзів, між якими підтримуватимуться плаваючі курси. Завдяки цьому вплив на глобальну грошову пропозицію відбуватиметься не через нагромадження платіжних дисбалансів та шкідливе використання обмеженого набору резервних валют, а через порівняно еластичну реакцію валютного курсу на фундаментальні зрушення у макрофінансових процесах у кожному з валютних союзів.

Висновки. Послаблення проблеми динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення на національному рівні реалізації монетарної політики завдяки трансформації центральних банків не вичерпало можливих перекручень цієї проблеми на рівні глобальних макрофінансових процесів. У глобальному контексті відсутність системного контролю за глобальною ліквідністю позначилась на радикалізації конфлікту між підтриманням фінансової стабільності та послабленням тиску зростаючої вартості цін первинних ресурсів на національні споживчі ціни. Таким чином розвиток ситуації може мати дві альтернативи: домінування економічних агентів, які очікують від центробанку політики пріоритетності стану у фінансовому секторі, внаслідок чого створюються передумови для зростання цін на первинні ресурси; домінування економічних агентів, які очікують від центробанку політики, спрямованої на боротьбу з інфляцію, що зумовлює уповільнення зростання вартості первинних ресурсів, але водночас зберігається питання про кризу ліквідності у фінансовому секторі. У кожному з випадків вірогідне заниження вартості первинних ресурсів або активів порівняно з рівноважною, що штовхає монетарні органи до непослідовних дій та зумовлює випередження їх економічними агентами. Можливий вихід із ситуації полягає у створенні передумов для запобігання неконтрольованій глобальній грошовій пропозиції з метою подолання проблеми одновекторної, але асинхронної поведінки вартості активів та первинних ресурсів. Централізація глобальної грошової пропозиції шляхом глобальної монетарної інтеграції або формування обмеженого набору валютних союзів у глобальній економіці може розглядатись як варіант вирішення проблеми.