



Віктор КОЗЮК

ПОВЕДІНКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В СВІТЛІ КОНЦЕПЦІЇ СУЧАСНОЇ МОНЕТАРНОЇ ТЕОРІЇ

Резюме

На основі аналізу змісту та предметної сфери раціональних очікувань виявлено гносеологічний фундамент сучасних монетарних теорій. Стверджується, що праксеологічні висновки моделі часової інконсистентності не знайшли широкого схвалення на теоретичному та фундаментальному рівні монетарної політики. Доведено, що подальший розвиток монетарних теорій спирається на пошук оптимальних інституціональних механізмів забезпечення довіри до центральних банків та гнучкості їх реакцій на макроекономічні шоки. На основі цього обґрунтовується адаптивність моделей, що методологічно спираються на парадигму нової макроекономіки, до інституціональних та функціональних потреб практики монетарної політики.

Ключові слова

Центральні банки, монетарна політика, монетарне правило, дискреційні рішення, часова інконсистентність, транспарентність.

© Віктор Козюк, 2003.

Козюк Віктор Валерійович, канд. екон. наук, доцент, Тернопільський державний технічний університет ім. Івана Пулюя, Україна.

Розвиток монетарної теорії у ХХ ст. характеризується рядом значних парадигмальних зламів. Під впливом кейнсіанства та неокейнсіанських поглядів на проблему макроекономічного регулювання були докорінно переглянуті висновки класичної кількісної теорії про характер монетарної політики та її цільові й гносеологічні підвалини. Орієнтація на домінування регулятивних витоків в організації монетарної політики, що розглядалась як складова інструментарію антициклічного згладжування та точного налаштування на прийнятний для цільового рівня безробіття рівень інфляції, була істотно переглянута в рамках монетаристського вчення. У рамках останнього такий фундамент кейнсіанської монетарної політики, як крива Філіпса, зазнав кардинальної редакції. М. Фрідмен та Е. Фелпс сформулювали так званий монетаристський погляд на криву Філіпса, доводячи її реалістичність тільки у короткотерміновому періоді і нейтральність монетарної політики у довготерміновому періоді. Здавалось, це було гносеологічне повернення до традицій класичної кількісної теорії з відповідною переорієнтацією центральних банків на проблему боротьби з інфляцією через контроль за грошовою масою. Однак монетаризм як провідна макроекономічна парадигма та теорія, на якій базується функціональний каркас монетарної політики, поступився концепту раціональних очікувань.

Щодо аналізу цього концепту монетарної теорії, то у вітчизняній літературі існують окремі спорадичні посилання на розробки відомих представників даного напрямку [1; 2; 3], але в них відсутнє виявлення загальнометодологічних та функціонально-аналітичних передумов побудови системного каркасу активності центральних банків на основі неокласичної інверсії раціональних очікувань. Більше того, самі монетарні теорії, побудовані на основі такого методологічного підходу, достатньо змінилися за останні 10–15 рр. У цій статті робиться аналіз трансформації неокласичних монетарних теорій в ракурсі підвищення їх функціональності при застосуванні і обґрунтуванні конкретних макроекономічних рішень центральних банків та зростання ролі інституціонального фактору в їх гносеологічній етимології та практичній спрямованості.

Загальнотеоретичні основи сучасних монетарних теорій у контексті макроекономічної парадигми нових класиків

Наприкінці 1970-х рр. монетаристська макроекономічна версія зазнає спростування в рамках теорії раціональних очікувань, яка стала визначальним фундаментом розвитку сучасної монетарної теорії та відповідної до її

висновків переорієнтації роботи центральних банків. Так, у 1973 р. 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 поведінки інших економічних гравців), через що немає підстав вважати, ніби ціни та заробітна плата є нееластичними навіть у короткотерміновому періоді [4: 326–334]. Звідси впливає ряд закономірностей, які мають принципове значення для монетарної політики.

По-перше, 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 щодо стимулювання виробництва з допомогою експансивних заходів обмежуються. Щодо країн зі стабільним сукупним попитом та співвідносною з ним стабільною інфляцією, то зміна цін на ринку певного блага економічним агентом буде сприйматись скоріше 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 впливає можливість існування певного вибору в короткотерміновому періоді між інфляцією та безробіттям за рахунок наявності недостатньої інформації про динаміку майбутніх цін. І хоча сам Лукас заперечував реальність значних витрат на пристосування до нових рівноважних умов за рахунок зміни еластичності цін та заробітної плати, Л. Болл, Гр. Манків та Д. Ромер доводять, що можливість забезпечення за рахунок монетарних стимулів збільшення виробництва та зайнятості у короткотерміновому періоді швидше властива країнам з низькою інфляцією, оскільки економічні агенти в такому випадку меншою мірою очікують надмірної грошової пропозиції у майбутньому. За рахунок цього, позитивні очікування щодо майбутньої монетарної політики забезпечують меншу гнучкість цін та заробітної плати, порівняно з випадком, коли такі очікування негативні [5: 1–65].

По-друге, в рамках припущення про раціональні очікування та гнучкість цін і заробітних плат та відсутності альтернативи щодо спрямування монетарної політики в напрямку збільшення інфляції для збільшення зайнятості і навпаки створюються передумови для того, щоб заходи макроекономічних органів ставали повністю нейтральними щодо руху макроекономічних траєкторій. Так, при визначенні цін та заробітних плат економічні агенти беруть до уваги очікувану інфляцію, тобто стежать за оголошеними діями центрального банку щодо номінальної грошової пропозиції. У випадку, коли вони передбачили зростання грошової маси, яке тягне за собою зростання цін, вони не збільшать пропозиції праці. Отже, коли монетарна політика несистематична та така, що її неможливо передбачити, створюються передумови для збільшення виробництва та зайнятості у короткотерміновому пе-

ріоді, проте у довготерміновому періоді це призведе до зростання цін. На формальному рівні функція виробництва Лукаса має такий вигляд:

$$y = \pi - \pi^e, \quad (1)$$

де y – ВВП, а π та π^e , відповідно фактична і очікувана інфляція.

Обстоюючи аргумент на користь того, що тільки непередбачена монетарна політика не буде нейтральною, відомий неокласик з Кембриджа Р. Барро провів дослідження на предмет пов'язаності ВВП з двома альтернативними показниками грошової маси. Перший показник відображав фактичну динаміку пропозиції грошей з боку Федеральної резервної системи, тоді як інший вираховувався, відповідно до експертних оцінок її рівня, який мав би скластись в економіці, по-перше, з огляду на те, якби ФРС дотримувалась оголошеного курсу, по-друге, з огляду на очікуваний її рівень. У результаті, реальне зростання ВВП було тоді, коли рівень фактичної грошової маси відхилявся від очікуваного [6: 137–169]. Отже, завжди є спокуса проводити активістську монетарну політику, спрямовану на вирішення проблем безробіття. Так, Ст. Фішер стверджує: «Існування вибору в короткотерміновому періоді між інфляцією та безробіттям є центральною дилемою щоденних рішень розробників монетарної політики» [7: 10].

Теорія інфляційного зміщення та динамічної інконсистентності: вихідні ланки аналізу сучасних монетарних процесів

З огляду на те, що в хронологічному розумінні довготерміновий період, у якому монетарна політика нейтральна, складається з суми короткотермінових періодів, в котрих нейтральною є тільки передбачена економічними агентами політика, поведінка центральних банків більшості країн світу впродовж 60–70-х рр. ХХ ст., спрямована на створення несподіваної інфляції та вирішення проблеми безробіття та зростання ВВП понад його природний рівень, призвела до істотного зростання цінового фону та пожвавлення інфляційних тенденцій у світі; органи грошової влади здебільшого втрачали чіткі межі часових горизонтів макроекономічних рішень. Зростання рівня інфляції загалом по світу, і в першу чергу, в розвинутих країнах, отримало назву феномену інфляційного зміщення (inflation bias) макроекономічної (монетарної) політики. Наприклад, Ст. Фішер зауважує: «До кінця 70-х рр. рівень інфляції у Сполучених Штатах, так само, як і у Франції, Великобританії, Італії та Канаді, був вищим за будь-які мислимі рівні, які могли б бути

виправдані з позиції аналізу переваг та недоліків інфляції. Економісти не помилились, назвавши такі явища інфляційним зміщенням економічної політики» [7: 29]. Сам Фішер виділяє три детермінанти інфляційного зміщення — сеньйораж, таргетування процентної ставки та часову інконсистентність (time inconsistency) монетарної політики, а відомий американський дослідник центральних банків А. Цукерман додає ще й проблему підтримання фіксованих валютних курсів в межах Бреттон-Вудського валютного устрою [8]. Сама теорія часової інконсистентності монетарної політики стала визначальним відкриттям або гносеологічним вектором усієї сучасної монетарної теорії.

Базовими дослідженнями проблеми інконсистентності стали праці Ф. Кідленда і Е. Прескотта [9: 473–492] та Р. Барро й Д. Гордона [10: 589–610]. Основний зміст зазначеної теорії можна звести до наступного. По-перше, економічні агенти відстежують наміри центрального банку щодо майбутньої інфляції і відповідним чином укладають трудові договори, при цьому орієнтуючись на те, що оголошена інфляція дорівнюватиме очікуваній інфляції, а отже, заробітна плата та зайнятість будуть на рівноважному рівні, відображаючи довготерміновий часовий горизонт природного рівня використання виробничих можливостей. По-друге, вони розуміють, що центральний банк може вдаватися до створення непередбаченої інфляції, оскільки саме вона може позначитись на збільшенні виробництва та зайнятості у короткотерміновому періоді. По-третє, негативно сприймаючи обіцянки центрального банку щодо майбутньої інфляції, вони вже у теперішньому періоді враховують ще не створену майбутню інфляцію, тобто девальвують обіцяний центральним банком її рівень. По-четверте, внаслідок недовіри до монетарної політики, розробники якої обіцяють певний рівень інфляції, а потім збільшують його, переслідуючи мету розв'язання проблеми безробіття, утворюються більш високі рівноважні інфляційні рівні, порівняно з тими, які могли б скластись, якби центральний банк користувався довірою, а його політика на довготермінових часових інтервалах була би консистентною з політикою на короткотермінових часових інтервалах. Окрім цього, органи грошової влади теж розуміють, що їх поведінку відстежують, а тому будуть запевняти учасників трудових переговорів про дотримання політики оголошеної інфляції і будуть дотримуватись цієї політики доти, поки в неї не повірять. Лише після того, як угоди будуть укладені, виходячи з довіри, з'являються стимули до порушення обіцянок. З огляду на те, що центральний банк не може вплинути на вже сформовані очікування, відсутність довіри до політики завжди буде підштовхувати ціни вгору. Як результат, рівень інфляції буде вищим за той, який би відображав можливі граничні втрати від несподіваної інфляції, збалансовані граничними вигодами від зменшення безробіття.

Відкриття феномену часової інконсистентності монетарної політики суттєво вплинуло на пошуки шляхів боротьби з нею. Запропоновані варіанти такої боротьби стосувались суттєвої модернізації поведінки центрального банку та вимог щодо його інституціональної організації. З одного боку,

центрального банку, котрий має певний рівень незалежності, розглядається як такий, що не може повністю її реалізувати з огляду на політичний тиск та власні дії, спрямовані на вирівнювання ділового циклу, тобто потребує додаткових засобів для забезпечення антиінфляційної політики, зокрема через запровадження більш жорстких рестрикцій на його можливості створювати непередбачувану інфляцію. З іншого, – проблема довіри до монетарної політики генерується ринковими агентами. Отже, відповіддю на неї в контексті функціонування органів грошової влади є підбір певних інституціональних важелів. Тобто для забезпечення політики довірою дії монетарних органів повинні базуватись на певному правилі, яке і унеможливить дискреційні кроки центрального банку, чим би вони не провокувались.

Варто відзначити, що дискусію навколо питання про ефективність дискреційної політики та її кращу альтернативу у вигляді дотримання центральним банком певного емпіричного правила започаткував ніхто інший як М. Фрідмен. 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, а самі дискреційні кроки будуть неефективними з огляду на проблему лагів [11].

Щодо теорії часової інконсистентності монетарної політики, то запропонований нею підхід до вирішення проблеми спокуси створювати непередбачувану інфляцію відрізняється від фрідменівського і базується на ряді інших припущень. Інфляційне зміщення, як вже згадувалось, є наслідком відхилення значень інфляції *ex ante* від інфляції *ex post*, а економічні агенти володіють повною інформацією щодо спокуси монетарних органів проводити політику, спрямовану на це відхилення. Відповідно, згідно з логікою Кідленда і Прескотта, можливість відхилення центрального банку від оголошених намірів полягає у тому, що монетарна політика функціонує в дискреційному режимі. Отже, орієнтація на правило її проведення дасть змогу вирішити проблему динамічної інконсистентності з огляду на те, що обов'язковість здійснення політики на основі правила означатиме для центрального банку неможливість вдаватися до дискреційних дій, а для економічних агентів – усвідомлення цього, а також усвідомлення наслідку цього – інфляція *ex ante* не буде відрізнятися від інфляції *ex post*, що дозволить укладати угоди про заробітну плату, рівень якої в реальному вимірі буде відображати довготермінову рівновагу за неповної зайнятості. Основна вимога до такого монетарного правила зводиться до того, що воно (бажано) має бути простим і зрозумілим, у результаті чого відхилення від нього однієї зі сторін «макроекономічної гри» було би неможливим.

Щодо дослідження Барро та Гордона, то вони довели відсутність альтернативного вибору між інфляцією та безробіттям у короткотерміновому періоді з огляду на те, що економічні агенти формують повністю раціональні очікування, усвідомлюють можливості поведінки макроекономічних органів відповідно до того, ніби економічні агенти цього не усвідомлюють. Тобто можливість створення центральним банком несподіваної інфляції відкида-

ється. Однак перебування рівня зайнятості та ВВП на довготерміновому рівноважному (природному) рівні за таких обставин не означає безальтернативність рівноважних траєкторій інфляції. По-перше, надмірність інфляції та грошової пропозиції визначається ними відповідно до того, якому компоненту – безробіттю чи інфляції – віддає перевагу центральний банк у своїй функції втрат (рівняння (3)). Якщо ваговий коефіцієнт інфляції у функції втрат вищий за ваговий коефіцієнт безробіття, то, найімовірніше, рівноважний рівень інфляції буде нижчим, порівняно з випадком, якби ваговий коефіцієнт безробіття був вищим за аналогічний коефіцієнт інфляції. Отже, преференції центрального банку і визначають характер інфляційних траєкторій. Зрозуміло, що це допускає варіативність його поведінки, так само як щодо країн оптимальною буде вважатись якась певна комбінація цих коефіцієнтів. По-друге, рівень інфляції буде залежати також і від характеру імплементації монетарної політики. Якщо вона здійснюється, ґрунтуючись на певному правилі, то рівноважна інфляція буде нижчою, ніж рівноважна інфляція за дискреційного режиму. З огляду на це, рівновага, що досягається за рахунок орієнтації політики на певне правило, буде завжди краще за дискреційну рівновагу, оскільки і в першому, і в другому випадках показник безробіття буде на своєму природному рівні, а показник інфляції буде вищим за дискреційної політики. Це доводиться шляхом мінімізації функції втрат центрального банку, визначеної з огляду на обмеження, які накладає на монетарну політику крива Філіпса.

Наприклад, хай дана крива описується рівнянням:

$$u = u^n - \alpha(\pi - \pi^e), \quad (2)$$

де u – рівень безробіття; u^n – природний рівень безробіття; π – рівень інфляції; π^e – очікуваний рівень інфляції.

Функція втрат центрального банку описується наступним рівнянням:

$$L(u, \pi) = u + \gamma \pi^2, \quad (3)$$

де γ – коефіцієнт, який вимірює преференції інфляції щодо безробіття.

У випадку з політикою, що базується на певному правилі, очікувана інфляція дорівнює фактичній ($\pi = \pi^e$), а за рахунок цього фактичний рівень безробіття не відрізняється від природного рівня. Якщо остання умова підтверджується, у підтриманні певного рівня інфляції немає сенсу, тому центральний банк оголошує політику орієнтації на нульову інфляцію. У випадку з дискреційною політикою очікувана інфляція не дорівнюватиме фактичній. При цьому економічні агенти формують очікувану інфляцію і центральний банк не спроможний на неї вплинути. Отже, інфляційні очікування економічних агентів розглядають як екзогенні. Якщо центральний банк орієнтується на оптимальну політику, то рівень інфляції, який він обере, має дорівнювати рівню інфляції економічних агентів, проте в такому разі він не спроможний вплинути на збільшення природного рівня безробіття. Переслідуючи мету зменшення безробіття, центральний банк відхиляється

від оголошеної інфляції і за будь-якого показника очікуваної інфляції буде проводити ту політику, яка забезпечить мінімізацію його функції втрат.

Підставивши у рівняння (3) рівняння (2), отримаємо:

$$L(u, \pi) = u^n - \alpha(\pi - \pi^e) + \gamma \pi^2. \quad (4)$$

Визначення того показника інфляції, який забезпечує мінімізацію даної функції, забезпечується за рахунок диференціювання її за показником інфляції, отже, показник інфляції дорівнює:

$$\pi = \alpha / 2\gamma. \quad (5)$$

Рівняння (5) відображатиме рівень інфляції в моделі Барро та Гордона, який є оптимальним з огляду на функцію втрат центрального банку. Зрозуміло, що він буде вищий за той рівень інфляції, який утвориться внаслідок здійснення монетарної політики на основі правила. Якщо така політика забезпечує рівність ($\pi = \pi^e = 0$), то рівень інфляції, який обчислюється, виходячи з рівняння (5), завжди буде вищим, оскільки його результатом завжди буде позитивне число.

Відштовхуючись від того, що рівновага за монетарної політики, заснованої на правилі, краще за дискреційну рівновагу, Барро та Гордон звернули увагу на імплементаційний аспект цієї проблеми. Ефективність та вигода від політики, яка дотримується правила, базуються на припущенні, що економічні агенти вірять оголошеним намірам центрального банку. Тобто, рівність між фактичною та очікуваною інфляцією є умовою для того, щоб дискреційна рівновага була менш ефективною. З огляду на це, фактор формування довіри до монетарної політики стає її самодостатнім елементом, а отже, вимагає від центрального банку відповідних дій. Саме в цьому ракурсі згадані економісти продовжили позитивний аналіз політики та статусу центрального банку, вводячи принцип репутації монетарних рішень [12: 101–120]. Специфікою цього напряму аналізу є те, що поведінка центрального банку розглядається у контексті міжчасового вибору втрат та вигод від інфляції. Так, надмірна грошова пропозиція теперішнього періоду (якщо вона не була очікуваною) призводить до деякого пожвавлення ВВП. Проте у майбутньому періоді починають проявлятися негативні наслідки цього, а саме – з'являється інфляційне зміщення. Отже, монетарні органи повинні збалансувати короткотермінові вигоди від генерування неочікуваної інфляції з втратами, пов'язаними зі зростанням інфляції, що генерується приватним сектором, у майбутньому. Проблема репутації центральних банків, у цьому випадку розглядається в тому розумінні, що чим вона вища (тобто є відображенням меншої схильності центрального банку до створення неочікуваної інфляції внаслідок дискреційних кроків), тим більше економічні агенти будуть схильними до формування своїх очікувань згідно з оголошеними намірами центральних банків. Окрім цього, навіть якщо монетарні органи спровокують неочікувану інфляцію, їх достатньо висока репутація буде чинником, який зменшуватиме втрати добробуту внаслідок інфляційного зміщення політики з огляду на те, що економічні агенти меншою мі-

рою сприйматимуть схильність органів грошової влади до інконсистентної поведінки, а тому меншою мірою будуть девальвувати оголошені ними інфляційні наміри при встановленні рівноважних цін. Тобто, якщо перші моделі динамічної інконсистентності монетарної політики констатували більш високий рівень інфляції як результат відсутності довіри економічних агентів до монетарних органів, то в рамках репутаційного підходу до поведінки центрального банку доводиться варіативність такого вищого рівня інфляції в майбутніх періодах, залежно від його репутації, сформованої у попередньому періоді. А оскільки вищу репутацію можна сформувати тільки за рахунок поведінки в руслі динамічної консистентності, забезпеченої орієнтацією монетарної політики на певне правило, то останнє і є оптимальним вибором на користь запобігання негативним наслідкам дискреційної поведінки центральних банків.

З часу репрезентації позитивістської інтерпретації поведінки монетарних органів у моделях, що методологічно спираються на теорію динамічної інконсистентності та базуються на теорії ігор, дискусії навколо проблеми «правила-дискреційність» стали чи не пануючими у науковій літературі з питань політекономії монетарної політики. Не відкидаючи остаточно проблему короткотермінової кривої Філіпса, більшість досліджень почали орієнтуватись на пошук оптимального правила монетарної політики. У цьому випадку оптимальність розуміється як такий варіант політики, який забезпечує максимізацію добробуту суспільства, виходячи з того, що показник безробіття, показник інфляції та показник преференцій інфляції щодо безробіття (чи навпаки: безробіття щодо інфляції) є аргументами функції добробуту. Однак жорсткі правила політики, як би вони не запобігали інфляційному зміщенню в рамках теоретичних інтерпретацій монетарних рішень і їх наслідків, піддавались жорсткій критиці і з позиції практики функціонування центральних банків, і з позиції монетарної теорії. Наприклад, Ед. Долан стверджує: «Члени Ради керуючих ФРС усвідомлюють існування ряду негативних моментів, пов'язаних з проведенням «вільної» грошово-кредитної політики, але, тим не менше, вважають, що жорсткий регламент заходів, пов'язаних із грошовим обігом, приховує більше небезпек. Образно кажучи, їх становище можна порівняти з діями командира повітряного лайнера: він розуміє всі переваги автопілоту при ординарному польоті, але приймає керування кораблем на себе, коли виникає необхідність у непередбаченому маневруванні» [13: 400]. Щодо теоретичної інтерпретації проблеми правил, на яких наполягають розробники та послідовники теорії часової інконсистентності, то, наприклад, британський економіст П. Вестевей поставив під сумнів взагалі адекватність припущень про таку інконсистентність в контексті її негативного впливу на макроекономічну ситуацію [14: 145–152]. На його думку, якщо економіка зазнає непередбачуваного та істотного (наполегливого) зсуву певної макроекономічної змінної, то оптимальне *ex ante* правило монетарної політики навіть гірше за дискреційність. Тобто це означає, що істотні структурні зрушення в економіці, наприклад, трансформація факторів, які визначають параметри зміни продуктивності праці, робитимуть встановлені правила неефективними та неадекватними, оскільки вихідний

потік інформації для обрахунку оптимального правила був істотно меншим, ніж той потік інформації, який має місце *ex post*. Отже, дискреційна політика може вирішити проблему пристосування монетарного курсу до нових структурних обставин, у результаті чого запобігання потенційним втратам, пов'язаним із неадекватністю правила *ex ante*, буде збалансовувати вигоди від додержання центральним банком певного жорстко обумовленого правила.

У подальшому напрямки досліджень проблем монетарної політики та статусу центрального банку спрямовані на:

- теоретичний пошук можливостей пом'якшення оптимальних правил, внаслідок чого відхилення від них також були б оптимальними;
- введення в макроекономічні координати інституціональних факторів, які дали б змогу вирішувати проблеми монетарної поведінки центральних банків відповідно до легітимних рестрикцій, які, водночас, також моделюються як оптимальні чи їх похідні;
- пошук додаткових факторів, що визначають поведінку центрального банку в контексті сприйняття його політики ринками і забезпечують посилення довіри до очікуваних показників інфляції внаслідок підвищення транспарентності монетарних рішень.

Пошук «оптимальних» відхилень від оптимальних правил та спроби підвищення функціональності монетарних теорій нових класиків

Неможливість цілковитої перебудови монетарної політики відповідно до вимог авторів теорії часової інконсистентності поставила питання про пом'якшення її рамкових умов, в першу чергу, з метою підвищення її функціональності. Так, А. Новайхі та П. Левайн запропонували теоретичний підхід, згідно з яким «покарання» монетарних органів за рахунок підвищення приватним сектором рівноважних цін внаслідок сприйняття поведінки центрального банку як дискреційної диференціюється [15: 355–380]. Тобто, якщо центральний банк схильний до проведення політики, зорієнтованої на підтримання високої репутації, а тому базує політику на правилі, то незначні відхилення від такого правила не призводитимуть до таких самих негативних наслідків, як у випадку з проведенням дискреційної політики. Така ситуація пов'язується з тим, що у випадку наближеної до правила політики, яка

не здійснює зсувів макроекономічних величин при реакціях на ті чи інші шоки, у довготерміновому періоді таке «покарання» монетарних органів буде не вигідним приватному сектору. Отже, період «покарання», тобто період підвищення рівноважних цін, а отже, й інфляційне зміщення, буде зменшуватись відповідно до того, наскільки приватний сектор ставиться з довірою до центрального банку та його політики.

Тим не менше, практика показала, що будь-які правила монетарної політики будуть порушуватись, незалежно від їх ефективності на тих чи інших часових горизонтах. Наприклад, у практику аналізу поведінки центральних банків увійшов такий феномен як «закон Гудхарта», згідно з яким будь-які монетарні правила при нагоді порушуються. Звідси і випливає проблема пошуку альтернативних шляхів розв'язання проблеми динамічної інконсистентності в напрямку їх релевантності реаліям інституціонального аранжування макроекономічних рішень.

Однією з перших моделей, у рамках якої було запропоновано вирішення цієї проблеми, була модель К. Рогоффа. В її основі лежить делегування повноважень на монетарну політику такому керівнику центрального банку, рівень «відрази до інфляції» (inflation averse) в якого буде вищим, ніж у цього суспільства загалом [16: 1169–1190] (звідси модель Рогоффа ще називають делегаційним підходом до монетарної політики). Основний зміст даного теоретичного погляду зводиться до наступного: по-перше, орієнтація центрального банку тільки на вирішення проблеми інфляції призводить до підвищення варіації ВВП. Отже, з'являється проблема того, що спрямування монетарної політики тільки на боротьбу з інфляцією може дорого коштувати суспільству; по-друге, активістські дії призводять до інфляційного зміщення внаслідок відсутності довіри до монетарної політики та дестабілюють протікання циклічних процесів; по-третє, потрібний такий варіант розв'язання цієї дилеми, коли б і проблема інфляційного зміщення, і проблема зменшення добробуту суспільства в результаті реалізації негнучкої та жорсткої антиінфляційної політики вирішувались одразу, а рівень довіри до центрального банку був би високим, незалежно від його потенційних антициклічних реакцій на макроекономічні шоки. Відповідно таким варіантом є призначення консервативного керівника центральним банком, за якого рівень преференцій низької інфляції порівняно з преференціями високої зайнятості був би вищим, ніж у суспільстві загалом.

За рахунок цього, суспільство загалом виграє, оскільки консервативний керівник центрального банку проводить стабільну політику за ординарних обставин і зовсім не схильний вдаватись до непередбачених дискреційних кроків з метою підвищення фактичного рівня ВВП та зайнятості понад їх природний рівень, а також гнучко реагує на макроекономічні шоки, послаблюючи монетарний курс для тимчасового розв'язання проблеми безробіття, після чого знову продовжує стабільну політику.

В основу доведення Рогоффом вірогідності розгортання подій саме за таким сценарієм покладене те, що за мінімізації стандартної квадратич-

ної функції втрат суспільства, результатом припущення, що виробництво у періоді t описується простою функцією Лукаса (рівняння (1)), буде: приріст природного рівня ВВП дорівнюватиме нулю; очікувана інфляція буде визначатись як добуток цільового зростання ВВП на ваговий коефіцієнт переваги виробництва щодо інфляції λ суспільства, а варіація інфляції завжди буде вищою за варіацію ВВП, оскільки:

$$\text{Var}(\pi) = [\lambda / (1 + \lambda)]^2 \sigma_\epsilon^2, \quad (6)$$

$$\text{Var}(y) = [1 / (1 + \lambda)]^2 \sigma_\epsilon^2, \quad (7)$$

де σ_ϵ^2 – середньоквадратичне відхилення показника ϵ_t , з допомогою якого вимірюється шок ВВП.

До того ж, показник λ безпосередньо впливає на визначення показника варіації інфляції та варіації виробництва. За умов, коли λ^c – ваговий коефіцієнт переваги виробництва щодо інфляції консервативного керівника центральним банком – менше за λ , то і показник (6) буде меншим, порівняно з альтернативною ситуацією, однак показник (7) буде дещо вищим. Тим не менше, зменшення варіації інфляції за рахунок призначення керівником центрального банку особи з низькими інфляційними уподобаннями не призводитиме до істотного підвищення варіації виробництва, порівняно з тим, якби мала місце орієнтація на жорстке правило монетарної політики. Внаслідок цього суспільство, загалом, виграє.

З моделі Рогоффа випливає ряд принципових теоретичних висновків. По-перше, призначення консервативного керівника центральним банком не знімає проблему альтернативності між інфляцією та безробіттям і проблему альтернативності між довірою до політики та її гнучкістю, а створює передумови для вибору між зниженням середньої інфляції та зростанням варіації ВВП. По-друге, модель Рогоффа відкриває шлях для нового розуміння проблеми незалежності центральних банків. Тобто випадок, коли центральний банк здійснює монетарну політику згідно з правилом означає, що насправді органи грошової влади не є незалежними: можливості вибору монетарних цілей не існує – правило і є ціллю, яка вже визначена. У цьому ж випадку, центральний банк справді отримує незалежність, оскільки може визначати монетарні цілі самостійно. А це відкриває шлях для можливостей проводити активістську стабілізаційну політику, обмеженням на яку виступає тільки підтримання низьких середніх рівнів інфляції. По-третє, релятивність критеріїв застосування рестриктивних заходів при стабілізації зростання інфляції та експансивних – при стабілізації виробництва на тих чи інших часових інтервалах – створює передумови для того, що характер конкретної реалізації антиінфляційного призначення незалежності центрального банку також стає категорією релятивною. Адже невідомо, за яких обставин центральний банк буде вдаватись до більш жорстких дій, а коли до менш жорстких. Тобто рівень самої незалежності у контексті боротьби з шоками виробництва фактично калібрується у практичному процесі здійснення монетарних заходів у політичному середовищі.

З моделі Рогоффа випливає більш загальний висновок щодо проблеми незалежності центральних банків. Фактично в цьому випадку вона не конструюється політичною системою (чи громадянським суспільством) у апріорному режимі щодо проблеми інфляції, тобто не спирається лише на інтелектуальний образ необхідності боротьби з нею, позитивістську інтерпретацію такого образу й дедуктивні висновки про кореспонденцію між рівнем такої незалежності та ціновою динамікою. Вона формується шляхом комунікацій з парламентом, урядом, політичними групами тощо, в результаті чого еволюційно визначається її оптимальний рівень, а характер її застосування для боротьби з інфляцією та сама антиінфляційна політика стають об'єктом динамічного компромісу, обмеженого, тим не менше, преференціями керівництва центрального банку.

Відносність характеру емпіричного прояву поведінки центрального банку, що є оптимальним з точки зору моделі Рогоффа, та випадковість монетарних рішень, які приймають у такому режимі, показав К. Уоллер. Останній, однак, розширив контекст аналізу макроекономічних наслідків застосування оптимальної, згідно з моделлю Рогоффа, монетарної політики. Вихідним припущенням Уоллера є наявність двохсекторної економіки, яка складається з класичного та некласичного секторів [17: 1006–1012]. Причому, ціни та заробітна плата у першому секторі – гнучкі, тоді як у другому – ні (рух товарів між секторами розглядається як гнучкий, а рух робочої сили між секторами вважається відсутнім). Відповідно до цього, реакції кожного з відмінних між собою секторів на монетарні рішення будуть відмінними, зокрема, й на рішення, що розглядаються з позиції призначення консервативного керівника центрального банку (модель Рогоффа). Природно, що за гнучкості цін та заробітних плат монетарні рішення є нейтральними, а варіація виробництва за настання тих чи інших шоків є незначною: рівень зайнятості підтримується на рівноважному рівні в зв'язку з гнучким пристосуванням цін на товари та фактори до нових рівноважних умов. Однак, якщо сектори відрізняються за характером гнучкості цін та зарплати, то природними будуть відмінні реакції на монетарні рішення та ті чи інші макроекономічні шоки, незалежно від того, що преференції в обох секторах щодо інфляції та безробіття будуть однаковими. У некласичному секторі варіація виробництва, і, окрім цього, втрати у зайнятості, що припадають на одиницю дезінфляції, буде вищою, тоді як у класичному секторі – нижчою, а втрати у зайнятості на одиницю дезінфляції – нижчими. За рахунок цього створюються передумови для того, що кожен з секторів буде формулювати свої вимоги щодо рівня консервативності призначуваного керівника центрального банку. Некласичний волітиме бачити такого голову органу грошової влади, преференції інфляції щодо безробіття якого будуть незначними, а класичний сектор погодиться на консервативнішого розробника монетарної політики, в зв'язку з тим, що за дискреційної політики втрати у першому секторі будуть нижчими, порівняно з тими втратами, які могли би скластись за мінімізації варіації інфляції внаслідок відсутності стимулів до дискреційності. Далі Уоллер припускає, що якщо існують дві партії, кожна з яких представляє інтереси певного сектора, то призначення більш чи менш консер-

вативного голови центрального банку буде випадковістю чи наслідком певної прихильності, детермінованої політико-кон'юнктурними домовленостями (так званий партизанізм). Іманентність партизанізму політичному вибору робить антиінфляційну політику доволі релятивною і проблему дискреційності остаточно не вирішує.

Дещо по-іншому ставить наголос на проблемі допустимого рівня дискреційності американська дослідниця С. Лохманн. Наголошуючи на тому, що оптимальна політика, згідно з моделлю Рогоффа, потрапляє у дилему «довіра проти гнучкості» (*credibility versus flexibility*), вона робить висновок про необхідність суміщення обох режимів поведінки центральних банків [18: 273–286]. Рівноважною буде та політика, яка буде здійснюватись з прихильністю до певного правила, але з певними винятками. Це означає, що на певних часових інтервалах, коли спостерігається достатньо стабільний розвиток економіки, центральний банк повинен здійснювати політику, найбільш наближену до правила, або, принаймні, згідно з більш консервативним ставленням до інфляції, ніж у решти суспільства. Однак, коли макроекономічні шоки достатньо суттєві, а витрати від здійснення стабілізаційної політики, зорієнтованої на мінімізацію інфляції, будуть великими (в розумінні закону Оукена про втрати від дезінфляції), центральний банк повинен скеровуватись урядом для вирішення проблеми зайнятості. Зрозуміло, що незалежність органів грошової влади у такий спосіб обмежуватиметься прагматичною орієнтацією на стабілізацію виробництва та зайнятості, після чого вона достатньою мірою гарантується для здійснення політики, що заслуговує на довіру. Тобто, Лохманн запропонувала впровадження інтервалів, що відображали би величину шоків пропозиції, вихід за які тягнув би за собою скеровування центрального банку. На її думку, ширина таких інтервалів повинна залежати від втрат у вигляді зростання інфляції, пов'язаної з втручанням у монетарні дії органів грошової влади.

Тим не менше, пошук варіантів розв'язання проблеми довіри до монетарної політики за одночасного збереження її гнучкості в біхевіористичному напрямку достатньою мірою релятивізує можливі варіанти монетарних рішень. Адже неможливо спрогнозувати наперед, якими будуть макроекономічні змінні *ex post* і як вони будуть співвідноситись з очікуваною їх динамікою за монетарних рішень, ефективних згідно з репутаційною моделлю Барро–Гордона, моделлю Новайхі та Левайна, Рогоффа чи Лохманн тощо. Окрім цього, вказані дослідження не концентруються на проблемі пошуку інституціональних параметрів системного каркасу центрального банку, які б дозволили розв'язати дилему «довіра проти гнучкості» на рівні легітимних організаційних форм.

Посилення інституціонального аспекту неокласичних монетарних теорій

Зміна напрямку дослідження проблеми монетарної автономії у інституціональному напрямку пов'язується з так званим контрактним підходом К. Волша. Якщо для розв'язання проблеми динамічної інконсистентності та інфляційного зміщення політики потрібна висока незалежність центрального банку або його орієнтація на певне емпіричне правило, то послаблення негативних наслідків зростання варіації ВВП, детермінованої стабілізацією тільки рівня інфляції, можна досягнути за рахунок введення певних обмежень на ступінь преференцій інфляції щодо безробіття. Для цього Волш запропонував поділити макроекономічні органи за принципом «принципал-агент». Уряд, наприклад, виконує роль принципала, тобто сторони, що замовляє певний рівень інфляції, прийнятний для суспільства з огляду на альтернативність вибору щодо безробіття чи інфляції, а центральний банк – агента, який імплементує політику, обумовлену в угоді. Інституціональна новація цієї моделі, порівняно з попередніми, полягає у тому, що принципал та агент укладають легітимні контракти, в яких бажаний показник інфляції чітко обумовлюється, або ж чітко обумовлюється інша змінна, досягнення рівня якої є формалізованим обов'язком центрального банку [19: 150–167]. До того ж, автономія монетарних рішень тут повністю гарантована, оскільки наявність контракту виступає своєрідною індульгенцією з боку уряду на монопольний мандат центрального банку щодо напрямів та засобів досягнення обумовленого рівня контрактної змінної. Це, у свою чергу, на формальному, а отже інституціоналізованому, рівні вирішує проблему урядового втручання чи іншого політичного тиску на центральний банк. Іншим інституціональним аспектом цієї моделі є те, що укладання контракту передбачає відповідальність за його виконання. Для того, щоб стимулювати розробників монетарної політики ефективно досягати поставленого завдання, Волш обумовив необхідність стимулювання чи накладання штрафів на керівника центрального банку. Їх характер повинен визначатись тим, що і винагорода, і покарання мають обчислюватись як трансферт, який знаходиться у лінійному зв'язку з контрактною величиною.

Так, згідно з цією моделлю, можна досягнути проведення оптимальної політики, яка би враховувала преференції щодо інфляції за одночасного введення стимулів для запобігання ухилення чи відхилення такої політики. Особливістю моделі є те, що вона допускає наявність відхилення цільового та природного рівня виробництва від нуля, тоді як, згідно з класичною функцією виробництва Лукаса, останнє відображає відхилення фактичної інфляції від очікуваної і його природний приріст дорівнює нулю. Відповідно до цього, запис функції втрат модифікується:

$$L_t = 1/2 \{ \pi_t^2 + \lambda (y_t - y^*)^2 \}, \quad (8)$$

де y^* — природний рівень виробництва, який більше 0, а всі інші параметри — як у попередніх випадках.

Аналогічно до попередніх випадків, актуальним залишається математичний вираз функції Лукаса та функції раціональних очікувань інфляції.

Оптимальна політика, згідно з моделлю Волша, проводитиметься тоді, коли центральний банк максимізує наступну функцію:

$$U_t = t - L_t, \quad (9)$$

де t — трансферт агенту за здійснювану політику, а L_t — рівняння (8).

Додатковим обмеженням на оптимізацію функції (9) може виступити бажання принципала зберегти тотожність $t - L_t \geq U_0$. Що ж стосується параметру, який відображає трансферт керівнику центрального банку, то він обраховується на основі формули:

$$t(\pi) = t_0 - \lambda y^* \pi, \quad (10)$$

де параметр λy^* означатиме інфляційне зміщення політики. Величина такого параметру безпосередньо впливає на зменшення трансферту керівнику центрального банку, а тому спонукає його до запобігання створенню несподіваної інфляції.

Більш радикальним підходом в рамках контрактного погляду на проблему незалежності центральних банків є запропоноване американцями Т. Перссоном та Гв. Табелліні встановлення експліцитних номінальних якорів монетарної політики [20: 53–89]. Модель Волша (власне, як і попередні моделі) не спирається безпосередньо на встановлення експліцитних якорів; досягнення цільової інфляції передбачається через досягнення проміжних цілей (наприклад, шляхом таргетування грошової маси, популяризованого ще з часів панування монетаризму). Це є своєрідною даниною реально існуючій практиці здійснення монетарної політики відповідно до трирівневої ієрархії її цілей (операційні, проміжні, кінцеві (стратегічні)). Однак саме можливість надсилання сигналів ринкам та здійснення політики, що базується на досягненні імпліцитних цілей (проміжних цілей), може призводити до відхилення фактичних рішень від оптимальних, що створює певну проблему для принципала. Проте імпліцитні цілі створюють певну проблему і для агента, а саме: ринки можуть неадекватно сприймати сигнали, які надсилаються центральним банком, або ж досягнення імпліцитних цілей не гарантує ефективного вирішення проблеми інфляції, що позначається на довірі до монетарних органів, а отже призводить до інфляційного зміщення.

На рівні контрактної моделі в цілому, зазначені проблеми можуть виникнути і в іншому ракурсі. Якщо певна інформація не верифікується й не відображається в контракті, а досягнення імпліцитної цілі, що фігурує в контракті, не призводить до бажаних результатів, виникає проблема ефективності контрактного підходу в принципі. На думку Перссона й Табелліні, її

можна вирішити шляхом переходу до встановлення експліцитних номінальних цілей, досягнення яких, до того ж, одразу вирішувало проблему зв'язку між інфляційною ситуацією і динамікою монетарної цілі. Фактично, цих економістів можна назвати першими апологетами прямого таргетування інфляції, перехід до якого став домінуючою тенденцією розвитку центральних банків упродовж останнього десятиліття.

Подібний підхід запропонував і шведський економіст Л. Свенссон, який припустив, що центральний банк і суспільство можуть мати відмінні функції втрат, коли бажаний рівень інфляції для монетарних органів буде нижчим за аналогічний суспільства. Модифікація функції втрат Свенссоном призводить до того, що оптимальний цільовий рівень інфляції буде вище нуля і вище, ніж у моделі Перссона і Табелліні. Щодо інфляційної цілі центрального банку, то вона повинна бути нижчою за ту ціль, яку суспільство обирає за оптимальну, з огляду на те, що такий рівень інфляції буде вищим за її середні показники [21: 98–114].

Встановлення експліцитних прямих інфляційних цілей монетарної політики має як теоретичну, так і емпіричну аргументацію. Щодо першої, то: таргетування інфляції підвищує ефективність комунікацій між центральним банком і приватним сектором, адже останній чітко бачить, що досягнення поставлених цілей є очевидним і має конкретні наслідки щодо рівня інфляції в країні; чітко окреслена і, як правило, легітимізована інфляційна ціль підвищує спроможність центрального банку здійснювати незалежну політику, спрямовану на досягнення такої цілі; кількісний вираз інфляційної цілі дозволяє вирішити одразу й проблему відповідальності (accountability) центрального банку, як в контексті загальної логіки контрактного підходу, так і в контексті вирішення проблеми асиметрії інформації між принципалом та агентом, тобто проблеми сигналів. Щодо другої можна зауважити, що виникнення аргументів на користь прямого таргетування інфляції збіглося в часі з першими спробами імплементації такої стратегії Банком Нової Зеландії (1989 р.), Банком Канади (1991 р.) та Банком Англії (1992 р.), які аргументували це неефективністю таргетування грошових агрегатів в умовах, коли істотно послабилися зв'язки між приростом грошової бази і грошової маси та грошової маси і інфляції.

Проте контрактний підхід не вирішує повністю ряд проблем, пов'язаних з інфляційним зміщенням та довірою до монетарних органів. У даному випадку, ці проблеми можна умовно поділити на ті, які виникають на стороні агента, і ті, які виникають на стороні принципала. Для центрального банку як агента найбільш суперечливим моментом контрактного підходу є проблема лагів. Якщо монетарні рішення впливають на макроекономічні змінні з певним лагом, як це доводить класичний монетаризм, то чому раціональні очікування не адаптуються одразу до вірогідних результатів дій центрального банку? Окрім цього, лаги можуть бути тривалішими, ніж необхідний час для переукладання контрактів щодо заробітних плат та цін. Отже, фактор гнучкості цін на виробничі фактори не буде таким вирішальним

для визначення макроекономічних трендів, через що політика, відповідно до контрактів Волша, не буде ні оптимальною, ні ефективною.

Щодо проблем зі сторони принципала, то їх зміст полягає у спроможності забезпечити довіру до політики, коли існує спонукання змінити умови інфляційних контрактів *ex post*, наприклад, через занадто великі втрати від політики стабілізації інфляції. Якщо ринкові агенти усвідомлюють можливість такої спокуси, вони одразу зменшуватимуть довіру до уряду, а через це і до здійснюваної монетарної політики, оскільки її цільова функція визначається принципалом. Як наслідок, проблема інфляційного зміщення не зникає. Отже, відносини в координатах принципал-агент стають фактором конкретних макроекономічних результатів. Можна припустити, що в умовах, коли уряд повністю відображає суспільні преференції щодо інфляції, мотив змінювати інфляційні контракти не існує. Суспільство не стане поводитись так, наче воно провокує уряд змінити умови контракту, щоб покарати його інфляційним зміщенням. Однак ця проблема повністю не знімається, наприклад, з огляду на ряд досліджень цього феномену. Новайхі та Левайн у іншій своїй праці доводять, що на безмежному часовому горизонті в уряді дійсно не існує мотивів змінювати умови інфляційного контракту, оскільки суспільство не виграс від цього з огляду на проблему динамічної інконсистентності. У випадку ж із обмеженим часовим горизонтом, існують реальні мотиви для зміни умов інфляційних контрактів *ex post*. Це може пов'язуватись як з виборчим циклом, так і з завершенням перебування при владі [22]. Інший аспект цієї проблеми стосується країн з високою інфляцією, коли може мати місце потенційна неефективність контрактів Волша. Якщо в країнах спостерігається висока інфляція, спровокована фіскальними проблемами та браком незалежності центральних банків, то здійснення стабілізаційної політики може не підтриматись принципалом. За більших втрат ВВП при дефляційних заходах *ex post*, порівняно з тими, які очікувались *ex ante*, завжди існуватиме стимул змінити умови контракту. З огляду на те, що уряд переконується у відсутності довіри до фіскальної політики, він автоматично втрачає стимули для поводження у манері, що відповідала би часовій консистентності. Звідси, не існує стимулів для утримання від переукладання інфляційних контрактів, а самі контракти стають неефективним знаряддям антиінфляційної політики, оскільки не гарантують незалежність центрального банку.

У випадку, коли уряд не намагається максимізувати суспільний добробут, а діє в приватних інтересах, контракти Волша перестають бути ефективними, як з точки зору втрати довіри до політики, якщо існує можливість змінити умови контракту, так і з точки зору того, що обумовлений рівень інфляції розглядається як інструмент досягнення інших цілей. Більш широкий фіскально-перерозподільчий контекст (зокрема, намагання зменшити номінальну вартість державного боргу за рахунок його знецінення) мотивацій принципала *a priori* визначає невідповідність між легітимізованими контрактом інфляційними орієнтирами центрального банку та суспільно необхідними чи макроекономічно доцільними рівнями інфляції. А це вже переміщує

цю проблему у площину політичної відповідальності уряду та демократичного контролю за виконавчою владою, що виходить за рамки відносин у координатах принципал-агент. Тобто, можна припустити, що контракти Волша будуть тим більш ефективними, чим більш ефективним буде демократичний контроль за урядом з боку суспільства, але, водночас, чим більшою мірою свідомий уряд буде спроможний відсікати суспільні запити щодо пом'якшення монетарної політики для вирішення короткотермінових структурних чи циклічних проблем економіки.

Транспарентність та відповідальність центрального банку як функціональний засіб посилення інституціонального виміру монетарних рішень

Теоретичні та емпіричні проблеми, пов'язані з інституціональними формами легітимізації експліцитних цілей центрального банку, тим не менше, знаходять розв'язання в рамках концепції транспарентності монетарної політики. Остання передбачає відкритість та зрозумілість цілей і дій центрального банку. Отже, якщо вони відомі, то економічні агенти зможуть сформулювати раціональні очікування відповідно до тих сигналів, які подаються центральним банком. За рахунок цього створюється своєрідний ринковий контроль за монетарними органами. Якщо в суспільстві бракує інституціонального та легітимного контролю за принципалом чи агентом (як показано вище, до інфляційного зміщення може призводити не тільки недовіра до центрального банку), то достатньо запровадити транспарентний режим роботи органів грошової влади, і ринки самі скоректують макроекономічні параметри у напрямку, найбільш для них сприятливому. Оскільки транспарентність вирішує проблему інформаційної асиметрії між ринками та центральними банками, то формування довіри до останніх покращується, адже дії монетарних органів, спрямовані на створення несподіваної інфляції, нівелюються поведінкою ринкових агентів.

Одним з перших порушив проблему транспарентності монетарної політики функціонер Федерального резервного банку Річмонда М. Гудфренд. Його висновки були деталізовані англійцями К. Ноланом та Е. Шалінгом. У подальших дослідженнях таких економістів, як О. Іссінг, А. Цукерман, П. Гераатц тощо, висновки про те, що транспарентність призводить до підвищення відповідальності центрального банку за рахунок контролю за ним

з боку ринків, підвищує довіру до нього і робить монетарну політику більш гнучкою (адже вона користується довірою), остаточно утвердилась¹.

Основні переваги транспарентного режиму монетарної політики: по-перше, підвищується відповідальність монетарних органів за здійснювану політику; по-друге, транспарентність забезпечує формування довіри до центрального банку, якщо б він не був зацікавлений у відкритості і тяжів до інконсистентної поведінки, то сенсу у транспарентності не було б і він би до неї не вдавався, що стало би зрозумілим для раціональних економічних агентів; по-третє, політика, яка користується довірою, стає менш рестриктивною, оскільки центральному банку достатньо оголосити про наміри посилити контроль за зростанням грошової маси, як ринки його випередять, підвищуючи процентні ставки, що й обмежить експансію сукупного попиту; по-четверте, гнучкість реакцій на макроекономічні шоки також підвищиться, оскільки наявність довіри обмежує потенційний діапазон інфляційного зміщення, через що можливі інконсистентні кроки центрального банку не будуть дискримінуватись підвищенням рівноважних цін; транспарентність дозволяє покращувати структуру процентних ставок, оскільки спроможність центрального банку контролювати здебільшого короткотермінові ставки грошового ринку не дає змоги повною мірою забезпечити контроль за довготерміновими ставками, на які орієнтуються економічні агенти за ухвалення інвестиційних рішень, відповідно наявність інформації про майбутню поведінку монетарних органів зменшує невизначеність щодо таких довготермінових ставок, через що зменшуються премії за ризик, пов'язаний з невизначеністю тощо.

Перехід до прямого таргетування інфляції та теоретичне визнання факту принципової ролі інституціонального каркасу організації центрального банку для вирішення проблеми інфляційного зміщення та часової інконсистентності істотно підвищили значущість фактору відповідальності монетарних органів за здійснювану політику. А сама відповідальність почала розглядатись як один з аспектів проблеми незалежності центральних банків.

Тим не менше, припущення про обмеження на незалежність центральних банків внаслідок чіткого окреслення цілей та здійснення політики на основі правила, не підтверджуючись на імплементаційному рівні², частково дезавуюються в рамках забезпечення відповідальності центральних банків, коли навіть відсутність експліцитних цілей та інфляційних контрактів дає змогу достатньо підвищити ефективність монетарних рішень в контексті усунення інфляційного зміщення та підвищення довіри до них. У цьому випадку проблема полягає у тому, перед ким повинен бути відповідальним центральний банк та хто з його функціонерів має бути відповідальним. У

¹ Детальніший огляд їхніх праць див.: [23, С. 2–6].

² Наприклад, Б. Бернарк та Ф. Мішкін довели, що таргетування інфляції ніяк не позначається на звуженні операційних можливостей центральних банків. Див.: [24, С. 97–116].

найкращому випадку відповідальність повинна існувати перед офіційним добре інформованим виборчим органом (тобто навіть не обов'язково перед тим органом, з яким укладається чи узгоджується контракт), а сама вона повинна здійснюватись у вигляді чітко окреслених дій (наприклад, звільнення, штрафні санкції) за недосягнення інфляційних цілей. Саме тому підвищується роль транспарентності, оскільки вона стає формою, через яку здійснюється відповідальність, і передумовою для того, щоб жорсткою відповідальністю не маніпулювали, тим самим справляючи тиск на центральний банк. Відповідно, це і дасть змогу проводити ефективну монетарну політику, навіть не обмежену правилом чи контрактом.

Висновки

Формування основних напрямків сучасних монетарних теорій Заходу відбувається під значним впливом їх функціональної затребуваності в конкретних макроекономічних умовах. Не випадково, що на думку чиновника ФРС Л. Мейера [25], ефективною є та монетарна політика, яка є системною. Неокласична макроекономічна інверсія монетарних процесів, відштовхуючись від критики монетаризму та заперечення кейнсіанства, відображаючи необхідність доктринальної зорієнтованості центральних банків на правила поведінки, у своїй власній еволюції вийшла на нові, інституціональні, горизонти пошуку оптимальних форм реалізації грошово-кредитної політики. Саме фактор функціональності рекомендацій детермінував пом'якшення перших висновків концепції часової інконсистентності та зумовив формування таких напрямків монетарної теорії, які відображають імплементабельність гносеологічних аргументів. Не випадково, що такими напрямками є пошук «оптимальних» відхилень від оптимальних правил та заснування макроекономічних рішень на транспарентному інституціональному підґрунті. Посилення інституціональних факторів монетарних рішень є відображенням теоретичного визнання позитивних макроекономічних наслідків прямого таргетування інфляції та створення транспарентного режиму роботи органів грошової влади, які мають конкретні інституціональні форми втілення. Незважаючи на це, сучасні моделі монетарної політики (наприклад, Рогоффа, Волша, Перссона–Табелліні, Свенссона) залишаються в рамках парадигмальної матриці неокласичної макроекономіки, що підтверджує її гнучкість у напрямку еволюції, детермінованої конкретною практикою сучасних центральних банків, що функціонують у демократично організованому політико-економічному просторі. Більш того, процеси глобалізації та викликана нею мобільність капіталів дають підстави стверджувати, що зростання рівня відкритості економіки тільки посилює актуальність висновків сучасних монетарних теорій про ефективність тих центральних банків, які зорієнтовані на

забезпечення стабільності цін та мають для цього відповідне інституціональне забезпечення.

Література

1. Лагутін В., Кричевська Т. Довіра до монетарної політики: вибір грошово-кредитної стратегії для України // Вісник НБУ. – 2001. – № 11. – С. 22–25.
2. Лагутін В., Кричевська Т. Вибір стратегії монетарної політики // Фінанси України. – 2002. – № 10. – С. 3–15.
3. Юхименко П. Монетаристські ідеї «нових класиків» і Україна: проблеми сумісності // Історія народного господарства та економічної думки України. – 2002. – Вип. 33–34. – С. 3–13.
4. Lucas R. Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs // American Economic Review. – 1973. – № 63/3. – P. 326–334.
5. 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.
6. 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.
7. Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–54.
8. Cukierman A. Central Banking Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. – Cambridge, Mass: MIT Press, 1992.
9. Kydland F., Prescott E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans // Journal of Political Economy. – 1977. – 85 (3). – P. 473–492.
10. 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.
11. 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.
12. Barro R., Gordon D. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1983. – № 12. – P. 101–120.

13. Долан Эд. Деньги, банки и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. – СПб, 1994.
14. Westaway P. Does Time Inconsistency Really Matter? / Dynamic Modeling and Control of National Economies. – International Association of Automatic Control. – Edinburgh, 1989. – P. 145–152.
15. Nowaihi Ali., Levine P. Can Reputation Resolve the Credibility Problem? // Journal of Monetary Economics. – 1994. – № 33. – Vol. 1. – P. 355–380.
16. Rogoff K. The optimal Degree of Commitment to a Monetary Target // Quarterly Journal of Economics. – 1985. – 100. – P. 1169–1190.
17. Waller C. The Choice of a Conservative Central Banker in a Multisector Economy // American Economic Review. – 1992. – № 82. – P. 1006–1012.
18. Lohmann S. The Optimal Degree of Commitment: Credibility versus Flexibility // American Economic Review. – 1992. – 82/1. – P. 273–286.
19. Walsh C. Optimal Contracts for Central Bankers // American Economic Review. – 1995. – 85/1. – P. 150–167.
20. Persson T., Tabellini G. Designing institutions for Monetary Stability // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. – 1993. – № 39. – P. 53–89.
21. Svensson L. Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banker, and Linear Inflation Contracts // American Economic Review. – 1997. – 87/1. – P. 98–114.
22. Nowaihi A., Levine P. Independent and Accountable: Walsh Contracts and Credibility Problem // ESRC Working Paper. – 1996. – № 11. // www.esrc.org
23. Моисеев С. Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики // Банковское дело. – 2001. – № 5. – С. 2–6.
24. Bernarke B., Mishkin F. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? // Journal of Economic Perspectives. – 1997. – № 11. – P. 97–116.
25. Meyer L. Rules and Discretion. Speech at the Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, January 16, 2002 // www.federalreserve.gov.

Стаття надійшла до редакції в лютому 2003 р.