



ЦЕНТРАЛЬНІ БАНКИ ТА "ПАРАДОКС ДОВІРИ" В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Віктор КОЗЮК

Розкрито суть феномену "парадокс довіри", який демонструє тенденцію до уповільнення реакції процентних ставок на нагромадження макроекономічних диспропорцій. Обґрунтовано, що довіра до центробанків в умовах сучасних глобальних монетарних взаємин уможливорює підвищення вразливості глобальної фінансової системи. Доведено, що вихід із ситуації можливий на основі зміни базової моделі економіки через ув'язку довіри із новим макрофінансовим контекстом функціонування центральних банків.

The essence of the new phenomena – "paradox of credibility" is considered in the paper. It means that interest rates are late to react on macroeconomic distortions increasing. In the context of global monetary relations central banks' credibility makes possible to inherent vulnerability taking by global financial system. The solution may be in changing base model of the economy grounding credibility on new macrofinancial context of central banking.

За останні 20 років монетарна картина світу радикально змінилась. Висока і нестабільна інфляція в провідних країнах світу та гіперінфляційні вибухи у країнах, що виникають, породжували глибоку ностальгію за періодом жорсткої монетарної політики. Втім, така ностальгія, зумовлюючи різного роду міркування про міжнародний золотий стандарт, наражалась на якісно відмінний інституціональний вимір функціонування центральних банків. Завдяки теоріям динамічної інконсистентності, репутаційної рівноваги та реального бізнес-циклу, які розвернули вектор досліджень у сфері забезпечення ефективності монетарної політики від монетаризму у бік нової макроекономіки, сьогодишнє базове теоретичне підґрунтя й операційний каркас активності центральних банків радикально змінився. Подібні зміни дуже часто

сприймаються як такі, що відбуваються в контексті актуалізації іншого аспекту забезпечення ефективності монетарних органів – підвищення їх незалежності та інституціонального захисту пріоритету цінової стабільності.

Паралельно із даними трансформаціями в монетарній теорії почала активно дебатуватись проблема досягнення довіри до центробанків, яка на ідейному рівні покликана сумістити вигоди від жорсткої політики, оскільки на ній базується сам принцип довіри, із можливостями більш м'якої реакції на шоки, знову таки завдяки тому, що монетарні органи користуються довірою. Це дозволило побачити елементи номінальної негнучкості економіки, коли наявність довіри почала ототожнюватись із уповільненим реагуванням економічних агентів на збудники попиту, але

практика монетарних органів показала, що за активної комунікації з ринками та транспарентності таку проблему можна вирішити. Завдяки цьому, довіра до центральних банків перетворилась на своєрідний самостійний макроекономічний фактор. Проте, процеси трансформації фінансової системи в контексті глобалізації породили якісно відмінний вимір функціонування центробанків, що користуються довірою, оскільки довіра, як самостійний макроекономічний фактор, почала впливати на процентні ставки, тим самим започатковуючи ланцюгову реакцію динамічних змін у фінансовій економіці, які, природно, не були враховані розробниками даного концепту. Завдяки цьому є актуальним дослідження складних зв'язків між ціновою стабільністю, довірою до монетарних органів та глобальною фінансовою стабільністю.

Так, феномен довіри до монетарної політики бере свій початок з праць Ф. Кідленда та Е. Пресскотта [1] й Р. Барро та Д. Гордона [2, 3]. Найбільш повно трансформація центральних банків під впливом необхідності здобуття довіри висвітлена в низці праць [4, 5, 6], в яких наголошується на тому, що експліцитне чи імпліцитне таргетування інфляції, а також активна комунікація з ринками дозволяє підвищити ефективність монетарної політики. Саме такий підхід зумовив появу течії в монетарній теорії, який відзначає, що сам тип режиму монетарної політики справляє самостійне значення на її результати. Приклад із успішною дезінфляцією в усьому світі збігся в часі із зазначеним вектором трансформації центральних банків. Втім, трансформація глобальної фінансової системи спричинила нові проблеми, які виходять за рамки ефективної монетарної політики, або ж їх розгортання її потребує, як це дивно не звучить. Найповніше такий парадокс висвітлений В. Вайтом у його праці "Чи достатньо цінової стабільності", в якій він наголошує на тому, що успішна монетарна політика ще не гарантує усунення складних міжчасових диспропорцій у сфері фінан-

сової макроекономіки, а, навпаки, може їх заохочувати [7]. Останнє явище пов'язано із так званою ендегенною нестабільністю у сфері фінансів, яка набуває специфічних рис мірою трансформації середовища монетарної політики, ознаками якого є довіра до монетарних органів, низька і стабільна інфляція, низькі процентні ставки [8]. Незважаючи на відносну новизну розробок у сфері зв'язку між ціновою стабільністю, довірою до центробанків та фінансовою нестабільністю, варто вирізнити те, що у контексті фінансової глобалізації ця проблема набуває принципово нового забарвлення. Якщо на рівні окремої країни довіра до монетарних органів спонукає до утворення негнучких цін та відносно занижених процентних ставок, відкриваючи шлях для розкручування фінансового циклу, то як така тенденція актуалізуватиметься на рівні глобальної економіки. Звідси впливає природна необхідність з'ясування наслідків для глобальної фінансової стабільності системного зсуву в економіці, пов'язаного із підвищенням ефективності центробанків в розумінні досягнення цінової стабільності та довіри до політики.

Так, за останнє десятиліття тенденції у сфері інфляції загалом були сприятливими. Це характерно як для загального тренду інфляції, так і для варіації зростання споживчих цін. При чому, в обох випадках значення глобального фактора було практично скрізь більш значимим, порівняно з національними детермінантами (табл. 1.). Завдяки цьому, довіра до центральних банків і глобалізація почали дуже часто асоціюватись як фундаментальні фактори довгострокової дезінфляційної тенденції, яка дає можливість більш м'якої реакції на шоки, що, у свою чергу, допускає можливість підтримання швидших темпів зростання грошової маси та підтримання нижчих процентних ставок.

Завдяки процесам трансформації центральних банків у розвинутих країнах та підхопленні цих процесів у решті світу сформувалось глобальне дезінфляційне середовище, яке, тим самим, змінило форми ма-

Таблиця 1

Вплив глобального та національного фактора на дезінфляційні процеси в розвинутих країнах [9]

Рівень інфляції, %					
	Середній за 1970-1989 рр.	Середній за 1990-2006 рр.	Різниця		
			Загальна	За рахунок	
				Глобального фактора	Національного фактора
США	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4
Японія	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3
Німеччина	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0
Франція	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3
Великобританія	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0
Італія	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3
Канада	6,7	2,2	-4,5	-4,5	0,0
ОЕСР, разом	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4
Варіація інфляції					
США	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Японія	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Німеччина	0,3	0,3	0,0	-0,3	0,3
Франція	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Великобританія	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Італія	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Канада	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
ОЕСР, разом	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

кроекономічної нестабільності. На сьогодні можна спостерігати радикальний відхід від традиційної кейнсіанської моделі макроекономічної нестабільності за типом дилеми вибору між високою інфляцією та виском безробіттям у напрямку нестабільності, що будується на зростаючому значенні фінансових ринків як детермінант динаміки макроекономічних параметрів та функції добробуту. Не останнє значення у цьому має трансформація монетарної політики, яка в сукупності із мобільністю капіталів та фінансовою дерегуляцією та фінансовими інноваціями спричинила новий системний вимір нестабільності.

Так, політика стабільності цін, позитивно відображаючись на здобутті центральними банками довіри, модифікує роль інфляції у дестабілізаційних процесах. Довіра до монетарних органів перетворюється на своєрідне дублювання форми негнучкості цін, внаслідок цього уможлиблюючи тривале в часі

розширення ліквідності у фінансовій системі. Одним з факторів якого є більш м'яка реакція центробанків на шоки, в результаті чого на фінансовому ринку утворюються сприятливі умови для експансії кредиту, порівняно з випадками, коли би центральні банки жорстко реагували на шок, очікуючи високо еластичної інфляційної реакції.

Швидке розширення ліквідності дає змогу швидко примножувати обсяги внутрішнього кредиту, що генерує сукупний попит, який, однак, не фокусується на споживчих цінах, а переливається у сферу вартості активів. Приклад фактично усіх розвинутих країн, а також найбільш інтегрованих із глобальною економікою країн з ринками, що виникають, підтверджує наявність чіткого, однак лагового, зв'язку між експансією грошових агрегатів, внутрішнього кредиту, з одного боку, та вартістю фінансових активів, вартістю житла та цінами на бізнес-нерухомість. При цьому, рівень інфляції практично в усіх країнах

та регіонах світу залишається відносно стабільно низьким [8, 10–11; 10, 9–11; 11, 4–6; 12, 3].

Довіра також розширює лаги цінової реакції на монетарні збудники. Глобалізація, яка створює певні передумови для дефляційного впливу на ціни, поглиблює розрив між ціновою реакцією на збудники сукупного попиту, тим самим підкріплюючи можливості доступу до фінансування, оскільки його ринкові умови більш жорсткими не стають з огляду на можливості не збільшувати процентні ставки. Це яскраво демонструє уповільнена реакція споживчих цін практично скрізь у світі на зростання світових цін на первинні ресурси. Так, зростання цін на нафту після Азійської кризи відбувалось практично невинно, але це не позначалось на суттєвому зростанні глобальної інфляції; і тільки після того, як до зростання цін на нафту додалось зростання цін на продукти харчування, інфляція споживчих цін у світі почала зростати.

По-суті, виникає проблема підміни понять. Дефляційний вплив глобалізації на ціни створює середовище м'якої реакції центробанків на шоки [13]. Дефляційні тенденції, обумовлені позитивним шоком продуктивності та конкуренцією, формують оманливу ситуацію із тим, чого може досягти монетарна політика, тим самим заохочуючи експансію ліквідності та внутрішнього кредиту, які не призводять до підвищення інфляції одразу, а породжують проблему надмірного оптимізму у фінансовому секторі. В рамках цього зростає загальний макрофінансовий ризик функціонування ув'язки між монетарною політикою та фінансовими ринками, на відміну від того, що на мікрорівні платоспроможність і ліквідність окремих фінансових установ може залишатись високою безвідносно до рівня ризику, згенерованого системою загалом. Як наслідок – поява проблеми розриву горизонту монетарної політики, коли тенденції у реальному секторі та у сфері поведінки цін допускають традиційний дворічний підхід моніторингу відповідності інфляції цільовому параметру цінової ста-

більності, який починає суперечити необхідності врахування ширшого часового підходу до аналізу макрофінансових процесів і поведінки фінансового циклу, який може загрожувати ціновій стабільності в умовах зтяжненого фінансового буму та дефляції в моменти фінансового обвалу [14, 15, 16].

Це породжує якісно нову проблему – “парадокс довіри” (*paradox of credibility*). Довіра до монетарних органів дозволяє проводити більш експансивну політику, а покращення умов ліквідності розширює можливості для кредитування, що тягне за собою зростання вартості активів [8, 27]. В результаті того, що економічні агенти не підвищують ціни відповідно до збудників попиту, за логікою довіри до центробанків, інфляція перестає бути першим сигналом надмірної експансії сукупного попиту [12, 4]. Переміщення його фокусу на вартість активів призводить до того, що за стабільної ситуації у сфері монетарної політики, вираженої стабільністю цін, флуктуації в економіці стають дедалі більш обумовленими тенденціями у фінансовому секторі. Це означає, що інфляція більше не може вважатися ключовим елементом аналізу макрофінансової стабільності в умовах, коли вона є близькою до нуля, чи коли вона є щільно контрольованою.

На підтвердження цього можна навести два періоди, що контрастують, впродовж яких мала місце приблизно однакова ситуація щодо від'ємних реальних процентних ставок та експансії ліквідності. Так, за період з 1970 р. по 1978 р. зважені процентні ставки для десяти найбільш розвинутих країн були від'ємними, інколи сягаючи -4%. При цьому, зростання грошової бази за даний період стрибнуло з 10% до 14–16%. Як наслідок, саме впродовж цього періоду в усіх розвинутих країнах й у світі загалом спостерігалась найвища інфляція. За період з 1993 р. по 2005 р. спостерігала протилежна тенденція. Процентні ставки в реальному вимірі знижували, стаючи від'ємними у 2002–2004 рр., але зростання грошової бази стрибало з 4% на початку періоду до 6–8% на кінець. При цьому, інфляція залишається

низькою [10, 15]. Можливе порівняння останнього періоду з періодом Великої депресії, який також характеризувався від'ємними ставками і дефляцією, буде не коректним, оскільки і розвинуті країни і весь світ демонструють непогані показники економічного зростання. При цьому, як показано у першому та другому розділах, таке зростання стає більш стабільним.

Наслідком "парадоксу довіри" є певна модифікація зв'язку між монетарною реакцією на шоки та фінансовою стабільністю. Боротьба з високою інфляцією передбачала суттєве підвищення процентних ставок, що часто спричиняло проблеми у фінансово-банківському секторі, призводячи до фінансової нестабільності (алгоритм такого зв'язку показано на рис. 1.). Низька інфляція та фінансова глобалізація обумовили новий алгоритм зв'язків в актуалізації процесів фінансової нестабільності. Низькі процентні ставки та можливості тривалої експансії ліквідності підвищують значення флуктуацій у фінансовому секторі для всієї економіки, а глобалізація знижує залежність

національних ставок від національних макропроцесів. У свою чергу, переливи капіталів розігривають ціни на активи на фазі припливу та сприяють їх швидкому обвалу на фазі відпливу. Разом із зростанням значення флуктуацій у фінансовому секторі для решти економіки макрофінансова нестабільність може виникнути навіть на підґрунті стабільності цін (рис. 1.).

З переходом до монетарних режимів, які передбачають досягнення та підтримання цінової стабільності, відбулися подальші зміни у фінансовому середовищі. Вони пов'язані зі специфічними наслідками низьких номінальних і реальних процентних ставок для поведінки фінансових посередників. Традиційно низькі ставки в макроекономічній теорії асоціюються з неможливістю монетарної політики виконувати стабілізаційну функцію в зв'язку з актуалізацією ефекту "пастки ліквідності". Іншим проблемним питанням низьких ставок вважається те, що коли вони стають нижче за рівень динаміки ВВП, то тим самим послаблюється алока-

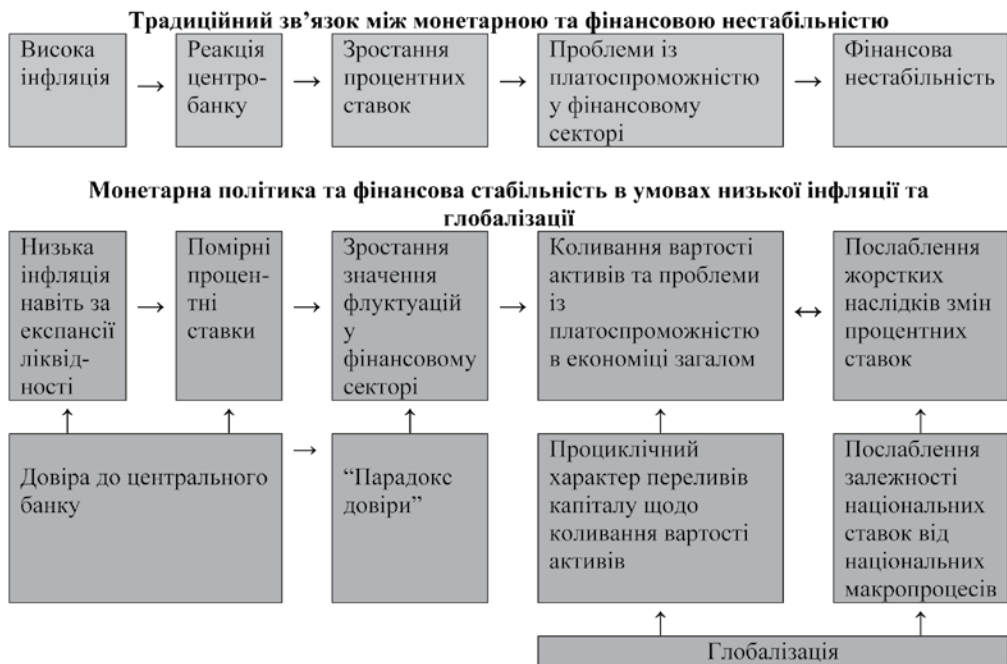


Рис. 1. Зміна зв'язку між монетарною політикою та фінансовою нестабільністю

ційна ефективність економіки [17]. Поєднання монетарної політики, орієнтованої на цінову стабільність, з лібералізацією та дерегуляцією у фінансовому секторі спричинило нову проблему – підвищення схильності до ризику [11, 8].

Факторами підвищення такої схильності є:

– низькі номінальні ставки загострюють проблему пошуку дохідності. Це впливає з відходу від грошової ілюзії після періоду високої інфляції. Іншим аспектом цього явища є те, що низькі операційні ставки центробанків заохочують ризикову поведінку з міркувань морального ризику. Певною мірою цьому сприяє ситуація, коли в розвинутих країнах банківська система працює із мінімальним значенням надлишкових резервів, що дозволяє розраховувати на дешевше збалансування короткострокових розривів в строковій структурі активів і пасивів за рахунок пропозиції ліквідності з боку центральних банків;

– лібералізація та фінансова інтеграція підвищують конкуренцію у фінансовому секторі. Поєднання попереднього фактора з процесом фінансової інтеграції своїм наслідком має підвищення конкуренції між фінансовими установами. Остання має місце як щодо видів фінансових трансакцій, так і щодо ринків їх здійснення. Внутрішньо сегментна інтеграція у фінансовій системі також сприяє появі більш жорсткого конкурентного оточення. Зменшення ефекту домашнього зміщення, інституціональна глобалізація, зростання вартості активів інвестиційних компаній та зростання мобільності капіталів утворюють рамкові умови більш жорсткої конкуренції. Природно, що в таких умовах пошук дохідності трансформується у якісні зрушення у вигляді збільшення апетитів щодо ризику. Окремим питанням пов'язаності цього процесу зі змінами у монетарній політиці є те, що посилення гомогенності щодо підтримання низької інфляції зумовлює усунення анклавів з вищими номінальними ставками, які могли би дати певні можливості збільшення дохідності операцій за умови врахування напрямку руху валютних курсів. У випадку, коли валютні курси в корот-

костроковому періоді є негнучкими, то наявність зон із більш високою інфляцією і, відповідно, з більш високими ставками проценту дозволяє збільшити ефективність спекуляції. Нівелювання цього та подальше вирівнювання процентних ставок зменшує можливості для подібних спекуляцій, штовхаючи до пошуку дохідності з допомогою складніших технологічних рішень чи за рахунок відвертої переорієнтації на операції з більш ризиковими інструментами чи ринками;

– низькі ставки заохочують застосування лівереджу при здійсненні фінансових трансакцій. Маржинальні інвестиції (придбання цінних паперів за рахунок оплати незначної частки трансакції з доплатою повної вартості через обумовлений час) та спекуляції за типом *carry trade* (відкриття позицій щодо придбання процентних інструментів з вищою процентною ставкою на ринку з іншою валютою) безпосередньо залежать від величини позичкового проценту. Чим він нижчий, тим більшим може бути обсяг трансакції з огляду на величину кредитного важеля. Те саме стосується усіх фінансових установ, активність яких безпосередньо пов'язана із інвестиціями у ринкові активи. В сукупності загальний ризик у глобальній фінансовій системі примножується, оскільки спекуляції щодо розривів у рівні процентних ставок та спекуляції щодо майбутнього зростання вартості активів стають функцією експансії кредиту. З цих міркувань, м'які умови щодо ліквідності ринку, викликані можливостями більш гнучкої монетарної політики при підтриманні цінової стабільності ("парадокс довіри"), заохочують розширення фронту спекулятивних операцій, зовнішнім проявом чого стає розбухання фінансових агрегатів;

– низька дохідність на ринку інструментів з фіксованим доходом, обумовлена низькими ставками, заохочує реструктуризацію фінансової системи. Так, низький інтерес до вкладень у облігації спонукає глобальних інвесторів в пошуках дохідності виходити на ринки з високим потенціалом росту. Це породжує проблему відносної гіпертрофії ринку то-

варних ф'ючерсів, зростання вартості монетарних металів і хвилеподібного поширення підвищувальної тенденції на корпоративних ринках. Оскільки ці сегменти за своєю природою характеризуються досить високою волатильністю та чутливістю до сигналів і загальних глобальних макроекономічних процесів, то, по-суті, спостерігається значне відволікання ресурсів з обслуговування запозичень у сферу ризикових інвестицій;

– низькі ставки стимулюють фінансові інновації, які демонструють зміщення ризикової поведінки від інвестора до позичальника. Так, якщо на початку 1990-х рр. інноваційними вважалися емісії облігацій зі ставками, прив'язаними до рівня інфляції, то в умовах цінової стабільності їх привабливість різко знизилась. Їх затребуваність визначалась тим, що більшість розвинутих країн виходила зі смуги інфляції. Пропозиція таких інструментів розглядалась як опосередкована форма забезпечення стримування від надмірної експансивної макроекономічної політики, оскільки інакше вона ставала би більш обтяжливою для бюджету через підвищення процентних виплат. У корпоративному секторі інтерес до емісії таких інструментів спостерігався через відносне відставання в часі здобуття центробанками довіри від фактичного забезпечення низького інфляційного фону. Проте здобуття довіри та низькі інфляційні очікування, виражені падінням спредів, плюс вирівнювання ставок суттєво обмежили інтерес до таких інструментів з боку інвесторів. Як наслідок, вони перестали бути ризиковими з точки зору позичальника і, звичайно, інвестора. Інноваційними на сьогодні розглядаються облігації, доходність яких прив'язана до вартості активів, або які покриті реальними активами емітентів. Хоч лідерство з емісії інноваційних інструментів втримують США, але дана тенденція швидко поширюється і на решту країн, зокрема з ринками, що виникають [18, 19]. Природно, що гарантовані облігації є більш ризиковими з точки зору оферента, але їх поява на ринку демонструє те, що ринки не стільки схильні

до уникнення ризику, як могло впливати з ситуації збільшення пропозиції інструментів з покритою гарантією виплат, скільки те, що конкуренція за приваблення капіталів зростає, а у випадку настання фінансових проблем поширення стресу не обмежується виключно фінансовим сектором, навпаки, буде впливати з реального сектора, погіршуючи тим самим перспективи динаміки ВВП під час криз.

Водночас, уповільнення інфляційної реакції на монетарні збудники в сукупності зі схильністю до пошуку дохідності актуалізувалось у сприятливому глобальному монетарному контексті, наразивши усю глобальну економіку на ризик глибокої дестабілізації. Тут можна виокремити наступний алгоритм актуалізації зазначеної проблеми.

По-перше, підвищення довіри до центробанків як глобальний феномен породжує фундаментальний розрив в часі між інфляцією на національному рівні та нагромадженням інфляційоєнних факторів на глобальному рівні. Так, експансія глобальної ліквідності призводить до поступового зростання вартості усіх первинних ресурсів за каскадоподібним принципом. Спочатку зростає вартість тих ресурсів, ціноутворення на які є найбільш реактивне (енергоресурси), далі на ті, які забезпечують примноження довгострокового капіталу (наприклад, метали), і далі ті, які відображають зростання споживчого попиту в усьому світі (продукти харчування) [20]. Завдяки цьому реакції монетарних органів на прискорене зростання вартості первинних ресурсів починають суттєво відставати в часі від необхідної, беручи до уваги, що довіра до них уповільнює номінальну гнучкість цін. Такий привабливий монетарний клімат породжує фундаментальну тенденцію до гіпершвидкого нагромадження профіцитних платіжних балансів у країнах-експортерах ресурсів, що збільшують глобальну пропозицію ліквідності.

По-друге, експансія глобальних валютних резервів Азійських країн в сукупності із профіцитами експортерів первинних ресурсів детермінують появу надлишкової глобальної

ліквідності. Це відбувається тому, що нагромадження зовнішніх активів уможливується завдяки відставанню внутрішньої інфляції від нагромадження монетарних інфляційо-генних факторів. Така надлишкова ліквідність породжує ситуацію, коли у фінансовій системі постійно примножується попит на нові і нові фінансові активи, а реальний сектор генерує попит на інвестиційні та споживчі кредити.

По-третє, чим більшою мірою глобальна фінансова система починає функціонувати в стані надлишкової ліквідності, тим більшою мірою пошук дохідності починає підживлюватися новими і новими можливостями, завдяки чому алокаційна ефективність граничних вкладень різко починає падати. Це означає, що експансія глобальних фінансових агрегатів опосередковується вкладеннями в інструменти з найгіршою якістю. Невипадково, що впродовж останніх років в глобальній економіці спостерігалась ситуація із більш швидким падінням спредів по інструментах з гіршим рейтингом, порівняно з падінням спредів по інструментах з найвищим рейтингом [21]. В сукупності, це призвело до ситуації, коли початок боротьби з інфляцією, викликаною зростанням цін на первинні ресурси, призвів до погіршення доступу до грошового ринку фінансових установ, ліквідність яких впала внаслідок високо ризикових вкладень в інструменти з низьким рейтингом. Завдяки таким процесам глобальна фінансова система опинилась у стані надзвичайної вразливості, а зростання інфляції загальмувалось виключно внаслідок фінансової кризи з її впливом в напрямку обмеження сукупного попиту.

З огляду на вищезазначене "парадокс довіри" може породжувати глибокі спотворення у сфері фінансової глобалізації. Водночас, слід наголосити на тому, що проблема полягає не в орієнтації центральних банків на цінову стабільність, а у тому, що змінилось середовище реалізації такої політики. З одного боку, це може свідчити про актуальність підходу, який передбачає посилення уваги до ситуації у фінансовому секторі в структурі функції реакцій центральних банків. З іншого

боку, слід визнати, що посилення фінансової складової макроекономічної нестабільності має передбачати перегляд базової моделі економіки, на чому будувалась би монетарна політика в сучасних умовах. Її складовими повинні стати: врахування усього набору міжчасових детермінант інфляції (що означає, що реакції центробанків мають постійно спиратись на постійний моніторинг зв'язків між фінансовими агрегатами та сукупним попитом, платіжним балансом та глобальною кон'юктурою); врахування тенденцій у сфері глобальних монетарних взаємин для вибору оптимальної поведінки у сфері процентних ставок та валютного курсу, (щоб послабити вплив надмірного розширення чи скорочення глобальної ліквідності на ціни первинних ресурсів, ліквідність фінансових ринків та ризикову поведінку у фінансовому секторі); попередження роздування спекулятивних "бульбашок" вартості активів (оскільки останнє у сьогodнішніх масштабах спричиняє конкретні макроекономічні наслідки, то не випадково, що і інструменти боротьби з "бульбашками" повинні також бути макроекономічними, а не адміністративними); забезпечення симетричної реакції на припливи та відпливи капіталів, індуковані не автономними зрушеннями у сфері фундаментальних процесів на рівні країни, а зрушеннями у глобальній ліквідності, яка може привносити такий вплив на сукупний попит в країні через фінансово-банківську ланку, який не збігається з циклічною позицією країни щодо динаміки ВВП, інфляції та платіжного балансу. Саме завдяки таким зрушенням довіра до центральних банків стане адекватною сучасним макрофінансовим трансформаціям, еволюціонуючи з найпростіших форм забезпечення цінової стабільності як антитези циклічній реакції на інфляцію та безробіття.

Підсумовуючи вищезазначене, можна зробити висновки, що здобуття центральними банками довіри стало фундаментальною рисою трансформації монетарної політики за останні 20 років. Водночас, в умовах транс-

формації фінансової системи актуалізується новий феномен – “парадокс довіри”, який передбачає, що завдяки номінальній негнучкості процентні ставки запізнюються із реакцією на нагромадження низки диспропорцій, загрожуючи макрофінансовій стабільності. В основі таких диспропорцій є: пошук дохідності, експансія ліквідності, що в сукупності уможливають надмірне прийняття ризиків. Слід зазначити, що довіра до центробанків також породжує ситуацію, коли глобальні монетарні взаємини заохочують розкручування спіралі глобальних дисбалансів. Завдяки цьому, примножується вразливість глобальної фінансової системи на тлі підтримання цінової стабільності. На сьогодні необхідно переглянути концепцію довіри, спираючись на зміни базової моделі економіки, що є основою монетарної політики. Врахування складних міжчасових і глобально-центричних аспектів макрофінансових факторів впливу на сукупний попит дозволить модернізувати довіру до центробанків, надавши їй рис, адекватних щодо сучасного етапу розвитку глобальної фінансової системи.

Література

1. Kydland F., Prescott E. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans* // *Journal of Political Economy*. – 1977. – № 85 (3). – P. 473–492.
2. 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.
3. Barro R., Gordon D. *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy* // *Journal of Monetary Economics*. – 1983. – №12. – P. 101–120.
4. Cecchetti S., Ehrman M. *Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes* // *NBER Working Paper*. – 1999. – №7426. – P. 1–35.
5. Cecchetti S., Debelle G. *Has the Inflation Process Changed?* // *BIS Working Papers*. – 2005. – №185. – P. 1–61.
6. Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. *Macroeconomic Policy and Economic Performance* // *OECD Economic Department Working Papers*. – 2003. – №353. – P. 1–65.
7. White W. *Is Price Stability Enough?* // *BIS Working Papers*. – 2006. – №205. – P. 1–22.
8. Borio C., English W., Filardo A. *A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy* // *BIS Papers*. – 2003. – №19. – P. 1–59.
9. *The Global Economy/BIS 76th Annual Report*. – Basel: BIS, 2007. – P. 17.
10. Borio C. *Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century* // *BIS Working Papers*. – 2006. – №216. – P. 1–42.
11. White W. *Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilisation Framework?* // *BIS Working Papers*. – 2006. – №193. – P. 1–36.
12. Borio C., Shim I. *What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?* // *BIS Working Paper*. – 2007. – №242. – P. 1–53.
13. Borio C., Filardo A. *Back to the Future? Assessing the Deflation Record* // *BIS Working Paper*. – 2004. – №152. – P. 1–61.
14. Borio C. *Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?* // *BIS Working Paper*. – 2003. – №128. – P. 1–26.
15. Borio C., Lowe Ph. *Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness?* // *BIS Working Paper*. – 2004. – №157. – P. 1–51.
16. Borio C., White W. *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes* // *BIS Working Paper*. – 2004. – №147. – P. 1–51.
17. Catao L., Mackenzie G. *Perspectives on Low Global Interest Rates* // *IMF Working Paper*. – 2006. – wp/06/76. – P. 1–34.
18. Balakrishnan R., Bayoumi T., Tulin V. *Globalization, Gluts, Innovation or Irrationality: What Explains the Easy Financing of the US Current Account Deficit?* // *IMF Working Paper*. – 2007. – WP/07/160. – P. 3–39.
19. *Financial Stability and Local Currency Bond Markets* // *Committee on the Global Financial System Papers* // BIS. – 2007. – №28. – P. 1–142.
20. Козюк В. В. *Глобальний монетаризм та актуальні проблеми кількісної теорії* // *Економіка України*. – 2008. – №8. – С. 24–35.
21. *Changes in the International Investor Base and Implications for Financial Stability* // *Global Financial Stability Report*. IMF. – Wash. (D.C.):IMF, 2007. – Chapter II. – P. 63–97.