

Таргетування інфляції як оптимальний режим монетарної політики в Україні

Проаналізовано проблеми поточного режиму монетарного устрою в Україні. Визначено оптимальний режим монетарної політики на сучасному етапі розвитку економіки країни. Подано порівняльний аналіз макроекономічного розвитку України та інших країн, які перейшли до таргетування інфляції.

Ключові слова: монетарна політика, економічна стабільність, інфляція, таргетування інфляції.

Необхідна умова для максимально ефективного розвитку економіки країни та реалізації її потенціалу – виважені і координовані дії уряду та монетарної влади.

За останні двадцять років загальний підхід до монетарної політики зазнав суттєвих змін. Консенсусу різних течій економічної теорії досягнуто в тому, що в довгостроковому періоді центральний банк не може стимулювати економічне зростання вище рівня зростання потенційного випуску. Цей загальний принцип, який позначають як «довгострокова нейтральність грошей», є нині аксіомою в макроекономічній теорії. У довгостроковому періоді центральний банк може лише сприяти підвищенню потенціалу економіки через підтримання стабільного макроекономічного середовища, що, своєю чергою, потребує низьких і стабільних темпів інфляції.

Концентрація центральних банків на цілі цінової стабільності пояснюється втратами суспільства від інфляції. Головні соціально-економічні наслідки інфляції:

1. Перерозподіл доходів від осіб, які мають фіксований дохід, до осіб, чії доходи індексуються відповідно до інфляції.
2. Прихована державна конфіскація грошей у населення через інфляційний податок.
3. Небажання населення зберігати гроші.
4. Спад реальної процентної ставки, внаслідок чого кредитори отримують менший прибуток за рахунок позичальників.
5. Зростання невизначеності щодо майбутнього рівня цін у процесі прийняття рішень суб'єктами господарювання, що підвищує ризики і відповідно знижує рівень інвестицій.

Внаслідок таких ефектів знижується схильність до заощаджень і відповідно рівень інвестування, що, своєю чергою, призводить до зниження довгострокових темпів економічного зростання.

Проблемами монетарної та антиінфляційної політики в усьому світі займається значна кількість науковців. Зокрема в Україні питання вибору найефективнішого режиму монетарної політики висвітлюються у працях вчених-економістів Д. Хеммонда [1], В. Міщенко [2], О. Петрика [3], А. Гриценка [4] та ін. За останній час в економічній літературі було опубліковано чимало праць, які стосуються предметного напрямку використання механізму таргетування інфляції. Але таке важливе і водночас складне для економіки України завдання – вироблення цілісної національної моделі антиінфляційної політики державного фінансово-кредитного

регулювання – досі залишається невирішеним.

Мета цієї статті полягає у визначенні оптимального режиму монетарної політики на сучасному етапі розвитку економіки України.

Після кризи 1998 р. задля підтримання економічного відновлення, підвищення довіри до фінансової системи України та зниження інфляції, починаючи з 2000 р., Національний банк України проголосив режим керованого плаваючого обмінного курсу, який де-юре чинний і нині. Однак з самого проголошення режим де-факто був жорсткою прив'язкою національної валюти до долара США з коридором коливань близько 1%. Підтримання стабільності курсу забезпечується за допомогою інтервенцій НБУ на валютному ринку, де НБУ продає або купує валюту для підтримання стабільного обмінного курсу гривні до долара США.

Запровадження жорсткої прив'язки обмінного курсу гривні до долара США мало позитивний ефект для розвитку української економіки після кризи 1998 р. через створення номінального цінового якоря для товарів, якими торгують, і поліпшення можливостей підприємств краще планувати свою бізнес-діяльність.

Сьогодні динаміка певних фінансових індикаторів в Україні викликає занепокоєння. Корпоративний борг зростає швидкими темпами, збільшується фінансова доларизація (що вимірюється як відношення депозитів в іноземній валюті до всіх депозитів), а також суттєво посилюються валютні дисбаланси. Ці негативні явища можуть сигналізувати про погіршення макроекономічних і фінансових результатів України в майбутньому. Продовження політики жорсткої прив'язки обмінного курсу може поглибити наявні негативні тенденції, що склалися в фінансовому секторі, та збільшити фінансові дисбаланси. Зміни реального обмінного курсу та збільшення відкритості до великих потоків капіталу підвищують ризик того, що протидія тиску на номінальний обмінний курс може стати неможливою і, відповідно, подальша різка зміна обмінного курсу матиме суттєві негативні наслідки для економічної активності.

Ще один суттєвий прорахунок режиму фіксованого обмінного курсу – відсутність змоги в Національному банку України здійснювати незалежну монетарну політику. Відповідно до економічної теорії, неможливо водночас мати: незалежність монетарної політики; фіксований обмінний курс; вільний рух капіталу.

Наприклад, за фіксованого курсу і вільного доступу до капіталу з-за кордону центральний банк не має змоги використовувати такий інструмент, як процентна ставка. Припустімо, НБУ, оцінивши поточний стан економіки, доходить висновку, що на цьому етапі для гальмування перегрітої економічної активності та зниження інфляційного тиску потрібно підвищити процентні ставки. Такий крок призведе до збільшення припливу капіталу, оскільки іноземні інвестори схочуть отримати вищу дохідність на свій капітал. Це, своєю чергою, створить тиск на обмінний курс гривні в напрямку апреаціяції, змушуючи НБУ купувати валюту для підтримки незмінності курсу. Однак викупування валюти збільшує гривневу грошову масу, що стимулюватиме економіку і сприятиме зростанню інфляції, а отже, нівелюватиме наслідки початкового підвищення процентної ставки. Тобто за режиму прив'язки обмінного курсу монетарна політика стає заручником стану платіжного балансу, коли припливи капіталу за поточним і капітальним рахунком є визначальними для формування грошової бази. За такого режиму центральний банк є дуже обмеженим у своїх діях щодо контролю за грошовою масою та впливу на процентні ставки, а отже, обмеженим є і вплив на інфляційні процеси.

Попереднє обговорення хиб режиму фіксованого обмінного курсу порушує питання оптимального режиму монетарної політики для України. Хоча низька

та стабільна інфляція як пріоритетна мета монетарної політики є загальною для центральних банків, реалізація цієї мети передбачає вибір із кількох монетарних режимів. У цьому контексті два основні конкурентні підходи зводяться до дебатів щодо вибору між дискретністю, тобто свободою під час здійснення монетарної політики, та чітко визначеними правилами.

Прихильники дискретного підходу впевнені: перевага за свободою вибору політики, яка формується відповідно до обставин, що існують на момент прийняття рішення. На їхню думку, прийняття рішень з монетарної політики має базуватися на аналізі багатьох індикаторів, які визначають інфляційний тренд. Політики мають брати до уваги різноманітні чинники і, керуючись власною інтерпретацією, вирішувати, які дії найефективніше сприятимуть утриманню інфляції.

Прихильники чітко регламентованого підходу, навпаки, рішуче підтримують прийняття чітко визначених цілей (зокрема проміжних) і правил їх досягнення. Така чітко визначена законодавча і технічна процедура допомагає підвищити довіру до центрального банку, якщо встановлені правила послідовно виконуються, зменшує рівень невизначеності щодо дій центрального банку та є повністю прозорою. Цей підхід, своєю чергою, передбачає підзвітність центрального банку, що є наслідком проголошення очевидних, кількісно виражених цілей.

Можна розглядати три базові варіанти вибору монетарного режиму для досягнення цінової стабільності. Першим є режим монетарного таргетування. Він базується на переконанні, що зміна пропозиції грошей спричинює відповідну зміну темпів інфляції. Аби цей режим був ефективним, необхідною умовою є існування в економіці стабільного зв'язку між зміною грошової маси та інфляцією. Другий монетарний режим ґрунтується на таргетуванні обмінного курсу і використовує його як номінальний якор інфляції. Докладно цей підхід розглянуто в частині, що стосувалася поточного режиму монетарного устрою в Україні. Третій режим базується на дедалі популярнішій стратегії – інфляційному таргетуванні, де як номінальний якор використовують публічно проголошену інфляційну мету. У виборі одного із цих трьох режимів монетарної політики потрібно враховувати ступінь відкритості економіки, стабільність співвідношення монетарних агрегатів та інфляції, міру впливу відсоткових ставок центрального банку на економічні процеси та ін.

Як зазначено вище, за останні роки Національний банк України фактично використовував політику керованого обмінного курсу з малим діапазоном відхилень. Однак нині більшість вітчизняних експертів і науковців визнає потребу реформування чинної системи монетарної політики. На нашу думку, найефективнішим режимом монетарної політики для України в майбутньому є інфляційне таргетування.

По-перше, на відміну від прив'язки обмінного курсу інфляційне таргетування вимагає від центрального банку фокусуватися на внутрішній стабільності економіки та відповідати на різноманітні шоки, що загрожують їй. Щоб більше, центральні банки за режиму інфляційного таргетування отримують чималі можливості маневрувати для стабілізації волатильності економічного зростання через використання своїх інструментів (зокрема короткострокових процентних ставок). Тут не існує простих, «механічних» інструкцій щодо того, як центральний банк повинен здійснювати монетарну політику. Навпаки, цей режим вимагає, аби центральний банк використовував усю доступну інформацію, щоб визначити найприйнятніші дії для досягнення інфляційної цілі. На відміну від простих правил політики, наприклад, прив'язки обмінного курсу, інфляційне таргетування не

вимагає, щоб центральний банк ігнорував усю економічну інформацію й фокусувався тільки на одній змінній.

По-друге, на відміну від монетарного інфляційне таргетування не вимагає чіткого та стабільного зв'язку між грошима та інфляцією. Беручи до уваги останні інновації у фінансовій сфері (зокрема Інтернет-банкінг, Інтернет-шопінг, банкомати, дебетні картки та багато інших) такий стабільний зв'язок майже не спостерігається.

Ще одна ключова перевага інфляційного таргетування – прозорість і можливість легкого розуміння громадськістю головної цілі монетарної політики – цінової стабільності. Це полегшує для центрального банку донесення цілей своєї політики до громадськості, яка, своєю чергою, може краще розуміти та передбачати дії монетарної влади. Прозорість цього режиму сприяє підвищенню довіри і до центрального банку, і до його монетарної політики, а також передбачає підзвітність центрального банку через легкість оцінки його успішності в досягненні заявлених раніше цілей. Ця підзвітність обмежує можливість прийняття центральним банком рішень через політичний тиск або спроби окремих політиків вирішити теперішні економічні проблеми за рахунок довгострокової цінової стабільності і сталого економічного зростання. Таким чином, підзвітність є важливим елементом громадського сприйняття незалежності центрального банку в керуванні інструментами монетарної політики. Така незалежність є критичною для довіри до монетарної політики, й інфляційне таргетування виявилось найкращим режимом монетарної політики в сенсі досягнення такої довіри.

І все ж, незважаючи на таку гнучкість, сутність стратегії інфляційного таргетування полягає у досягненні стабільної та низької інфляції у довгостроковому періоді. Такий режим фокусує увагу тих, хто здійснює макроекономічну політику взагалі та монетарну політику зокрема, передусім на перспективний стабільний розвиток економіки завдяки низькій і передбачуваній інфляції, а вже потім – на вирішення поточних проблем економічного зростання.

Більшість авторів, які досліджували наслідки впровадження інфляційного таргетування, сходиться на тому, що основним ефектом є зниження рівня і волатильності інфляції та інфляційних очікувань. Результати переходу до режиму інфляційного таргетування на реальний ВВП не є такими очевидними. Однак фактів на користь того, що країни з інфляційним таргетуванням мають нижчі або волатильніші темпи зростання, немає. Іншим важливим результатом впровадження інфляційного таргетування є набагато краща макроекономічна ситуація у країнах з інфляційним таргетуванням у періоди, коли економіка перебувала під дією різних шоків. Отже, результати досліджень в основному виявляють кращі макроекономічні показники в країнах, що розвиваються, з інфляційним таргетуванням порівняно з країнами без інфляційного таргетування.

Стають гучнішими дебати щодо спроможності України перейти до монетарного режиму інфляційного таргетування. Для внесення чіткості у дискусію порівняємо соціально-економічний розвиток 21 країни, що перейшли до монетарного режиму інфляційного таргетування, із 7 країнами, включно з Україною, які не перейшли до такого режиму. Країнами з інфляційним таргетуванням є: Австралія (1993), Бразилія (1999), Канада (1991), Чилі (1990), Колумбія (2000), Чеська Республіка (1997), Угорщина (2001), Ісландія (1991), Ізраїль (1991), Корея (2000), Мексика (1999), Нова Зеландія (1989), Норвегія (2001), Перу (2002), Філіппіни (2002), Польща (1998), Південно-Африканська Республіка (2000), Швеція (1993), Швейцарія (1994), Таїланд (2000) і Велика Британія (1992). Країнами без інфляційного таргетування є Китай, Естонія, Латвія, Литва, Молдова, Росія та Україна.

Для порівняльного аналізу вибрано п'ять індикаторів: 1) волатильність ВВП за 2001-2007 рр. як міра стійкого зростання; 2) ВВП на особу за паритетом купівельної спроможності за 2007 р. як міра рівня життя; 3) середній темп інфляції (індекс споживчих цін) за 2002–2008 рр.; 4) волатильність інфляції за 2002–2008 рр.; 5) модуль середнього значення сальдо поточного рахунку платіжного балансу (як відсоток ВВП) за 2001–2007 рр. [5]. Ці індикатори вибрані тому, що таргетування інфляції має прямий вплив на більшість з них.

Потім порівнюємо результати діяльності 28 країн, щоб визначити, наскільки успішно є країна шляхом присвоєння їй за кожним індикатором золотої, срібної чи бронзової медалі. Щоб зробити це, візьмемо різницю між найкращим і найгіршим результатом кожної країни за кожним індикатором і розділимо цю різницю на третини. Країна отримує золоту медаль, якщо її результат за даним індикатором міститься у вищій третині, срібну медаль, якщо її результат міститься у середній третині, і бронзову – у нижній третині. Після того призначимо такі вагові коефіцієнти для кожної медалі: два очки для золотої, одне для срібної і нуль для бронзової медалі. Потім набрані очки підсумуємо, щоб визначити загальне ранжування країни.

Два індикатори ранжовані у дещо різний спосіб. Країни нагороджуються золотою медаллю за сферу споживчої інфляції, якщо їх середнє значення інфляції протягом 2002–2008 рр. було між 0 і 5 відсотками; срібною медаллю, якщо значення інфляції було між 5 і 10 відсотками, і бронзовою, якщо їх темп інфляції був вище 10 відсотків або менше 0 відсотків. Ці орієнтири відображають нашу думку, що в тому разі, коли економіка перебуває у довгостроковій рівновазі, інфляція повинна бути низькою і стійкою, а сальдо поточного рахунку платіжного балансу країни має наближатися до нуля. Через це ми прийняли такі пороги для модуля середньої величини сальдо поточного рахунку (у відсотках до ВВП): між 0 і 2 відсотками – присвоєно золоту медаль; срібну – якщо зазначене сальдо було між 2 і 5 відсотками, і, якщо більше – країну нагороджено бронзовою медаллю [5].

Результати щодо отриманих країнами медалей, наведені в таблиці 1, показують, що Україна перебуває на останньому місці серед 28 країн без жодної срібної або золотої медалі. Вона одержує всі бронзові медалі через нестійке зростання ВВП, низький рівень життя, високу і нестійку споживчу інфляцію та сальдо поточного рахунку платіжного балансу, яке змінювалося у напрямі від високого позитивного до зростаючого негативного. Молдова і Росія мають вищий ранг, ніж Україна, завдяки їх стійкішому економічному зростанню, а також стійкішій споживчій інфляції в Росії.

Більшість країн без таргетування інфляції розташовані ближче до низу списку. Китай і країни Балтії (без таргетування інфляції) мають вищі оцінки, ніж країни СНД, – можливо, завдяки впливу інтенсивних структурних реформ, які здійснювалися.

Причини такої успішності і дедалі більшої популярності цього режиму пояснюють передусім тим, що інфляційне таргетування поєднує два аспекти, які вважають дуже важливими для успіху монетарної політики, – надання надійного середньострокового якоря для інфляційних очікувань і водночас достатню гнучкість політики для відповіді на короткострокові шоки без ризику втрати довіри до монетарного режиму. Додатковими чинниками успішності інфляційного таргетування є той факт, що запровадження цього режиму стимулює позитивні зміни у здійсненні монетарної політики, що також посилює ефективність використання інструментів політики. Ці позитивні зміни охоплюють зростання незалежності

Таблиця 1

Порівняльний аналіз макроекономічного розвитку України та інших країн, які перейшли до таргетування інфляції

Країна	Медаль			Загальна кількість
	золото	срібло	бронза	
Великобританія	5	0	0	10
Австралія	4	1	0	9
Канада	4	1	0	9
Чилі	4	0	1	8
Ізраїль	4	0	1	8
Норвегія	4	0	1	8
Швеція	4	0	1	8
Швейцарія	4	0	1	8
Китай	3	1	1	7
Колумбія	3	1	1	7
Чехія	3	1	1	7
Естонія	3	1	1	7
Корея	2	3	0	7
Нова Зеландія	3	1	1	7
Перу	3	1	1	7
ПАР	3	1	1	7
Угорщина	2	2	1	6
Ісландія	3	0	2	6
Латвія	3	0	2	6
Мексика	2	2	1	6
Філіппіни	2	2	1	6
Таїланд	2	2	1	6
Бразилія	1	3	1	5
Литва	2	1	2	5
Польща	1	3	1	5
Росія	0	2	3	2
Молдова	0	1	4	1
Україна	0	0	5	0

центральної банків, підвищення підзвітності та прозорості, розбудову системи аналізу і прогнозування для підтримки процесу прийняття рішень та ін.

Зважаючи на останній пункт, важливо зазначити, що в НБУ вже розроблено досить ґрунтовну систему економічного аналізу та прогнозування для підтримки переходу від режиму прив'язки обмінного курсу до інфляційного таргетування.

Завдання підтримки сталого довгострокового економічного зростання для НБУ полягає у створенні та підтримці стабільного макроекономічного середовища, що, своєю чергою, асоціюється з ціновою стабільністю. Для досягнення стабільного зростання цінова стабільність є ключовою умовою внаслідок економічних і соціальних втрат від інфляції. Як засвідчують теоретичні розробки та світовий

досвід, оптимальним режимом монетарної політики, що дає змогу досягти цілей щодо інфляції, є інфляційне таргетування. У країнах, що використовують цей монетарний режим, макроекономічна ситуація характеризується нижчою та стабільнішою інфляцією, стабільнішим економічним зростанням і нижчою вразливістю до зовнішніх шоків. За умов продовження зростання цін на енергоносії, циклічної динаміки світових цін на продукцію українського експорту, посилення інтеграції України в світові фінансові ринки підтримка режиму фіксованого обмінного курсу стає дедалі проблематичнішою. Для забезпечення сталих і високих темпів економічного зростання Національному банку України необхідно зосередитися передусім не на стимулюванні поточного зростання, а на створенні макроекономічних засад для підвищення темпів зростання у довгостроковому періоді. Для досягнення цієї цілі Національний банк України має посилити свої зусилля щодо переходу до режиму інфляційного таргетування.

Список використаних джерел

1. Хеммонд Д. Встановлення цільових орієнтирів інфляції / Д. Хеммонд. – К.: НБУ, 2002. – С. 87–93.
2. Міщенко В. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції / В. Міщенко // Вісник НБУ. – 2006. – №5. – С. 40–45.
3. Петрик О. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2006. – №6. – С. 6–13.
4. Гриценко А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник НБУ. – 2006 – №7. – С. 8–22.
5. Потенціал України та його реалізація. Аналітичний звіт Міжнародного центру перспективних досліджень. – К., 2008; [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.icps.kiev.ua/project.html?pid=101.

Гнатив Е.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим монетарной политики в Украине.

Проанализированы проблемы текущего режима монетарного уклада в Украине. Определены оптимальный режим монетарной политики на современном этапе развития экономики страны. Дан сравнительный анализ макроэкономического развития Украины и других стран, перешедших к таргетированию инфляции.

Ключевые слова: монетарная политика, экономическая стабильность, инфляция, таргетування інфляції.

Gnativ O.A. Inflation Targeting as an Optimum Mode of Monetary Policy in Ukraine.

The problems of the current mode of the monetary structure in Ukraine have been analysed. Optimum mode of monetary policy on the modern stage of development of economy of the country have been determined. The comparative analysis of macroeconomic development of Ukraine and other countries who passed to inflation targeting has been given.

Key words: monetary policy, economic stability, inflation, inflations targeting.

Надійшло 23.04.2009 р.