

Тетяна СЛІПЧЕНКО

ВИБІР ОПТИМАЛЬНОГО РЕЖИМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ДОСВІДУ

Розглянуто основні режими сучасної монетарної політики, зокрема інфляційне таргетування, досліджено проблеми, ризики та перспективи розвитку інфляційних процесів в Україні, зосереджено увагу на специфіці впровадження режиму інфляційного таргетування в європейських країнах з перехідною економікою. Визначено основні напрямки впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні.

У сучасній економічній науці не так багато принципових положень, щодо яких представники різних галузей мають єдину точку зору. Одним із них є те, що пріоритетною ціллю монетарної політики має бути досягнення цінової стабільності. Цю тенденцію підтверджує дедалі більша кількість центральних банків, які проголошують як єдину стратегічну ціль своїх монетарних політик підтримання цінової стабільності та досягнення низької інфляції у довгостроковому періоді. Головним мотивом є переконання, що інфляція призводить до перерозподілу доходів, падіння реальної процентної ставки, зростання невизначеності у процесі прийняття рішень суб'єктами господарювання. Внаслідок цього знижується схильність до заощаджень і, відповідно, норма накопичення капіталу – параметри, що визначають довгостроковий рівень економічного зростання.

Світова економічна теорія та практика приділили значну увагу вивченню та аналізу сутності інфляції, її причин та визначення оптимального рівня інфляції для економіки країни. Питання інфляції посідає чільне місце і в кейнсіанських, і в монетаристських поглядах. Протягом останніх двадцяти років загальний підхід до монетарної політики зазнав значних змін. Цілі монетарної політики було переглянуто в результаті появи теорії раціональних очікувань і уважного вивчення компромісу між безробіттям та інфляцією.

До 70-х років минулого століття пануюче місце в макроекономічній теорії і в практиці регулювання економіки займали кейнсіанські погляди. Їхня теорія управління економікою за допомогою монетарних методів базувалась на кривій Філіпса, яка є оберненою залежністю між рівнем безробіття та інфляцією, вважалось, що помірна інфляція стимулює економічний розвиток. Але на початку 70-х років країни з ринковою економікою стикнулись з новим явищем – стагфляцією, що призвело до популяризації монетаристського підходу, основна ідея якого була сформульована М. Фрідменом: „...в довгостроковому періоді не існує жодного зв'язку між рівнем зайнятості та інфляцією” [12, 12]. З монетаристського аналізу кривої Філіпса випливає, що потрібно відмовлятися від політики інфляційного

стимулювання попиту, а на перший план висувати єдину досяжну для економічної політики ціль – боротьбу з інфляцією.

Консенсус різних течій економічної теорії був досягнутий в тому, що монетарна політика в довгостроковому періоді не може впливати на довгостроковий рівень безробіття й економічного зростання, а її ціллю має бути підтримання низького рівня інфляції. Але у короткостроковому періоді монетарна політика може використовуватись для стабілізації виробництва та рівня зайнятості, тобто повинна згладжувати економічні цикли. Дискусійність означених проблем актуалізує вибір предмета нашого дослідження.

Необхідно відзначити, що проблемам інфляції значну увагу приділяють і вітчизняні економісти, серед них: О. Петрик, А. Гальчинський, О. Дзюблюк, С. Ніколайчук, І. Лютий та інші.

Відтак завданням нашого дослідження є: визначення оптимального рівня інфляції для України, який би відповідав концепції цінової стабільності і міг би бути середньостроковою ціллю для монетарної політики у разі переходу до режиму інфляційного таргетування, вивчення основних проблем застосування режиму інфляційного таргетування в Україні, та аналіз досвіду європейських країн в застосуванні даного режиму монетарної політики.

Проблема антиінфляційної стратегії прямо пов'язана з питанням найприйнятнішого монетарного режиму. І хоча адаптація цінової стабільності, як пріоритетної цілі монетарної політики, є загальною для центральних банків, це не виключає вибору різних монетарних режимів, котрі якнайкраще слугують справі досягнення проголошеної цілі і які можуть бути предметом для дискусій. У цьому контексті два основних конкуруючих підходи зводяться до дебатів: що краще – мати свободу вибору у здійсненні монетарної політики, чи керуватися чітко визначеними правилами? Першим підходом передбачається запровадження режиму монетарної політики, за якою використовується імпліцитна ціль, що правда – без експліцитного „номінального якоря”. У випадку використання другого підходу, тобто застосування стратегії визначення цілей та правил їх досягнення, можуть розглядатися три базові варіанти вибору монетарного режиму для контролю рівня інфляції: монетарне, курсове таргетування і таргетування інфляції, залежно від проміжної цілі монетарної політики. При монетарному таргетуванні операційною ціллю монетарної політики є грошова база чи певні грошові агрегати, проміжною – грошова пропозиція, кінцевою – рівень інфляції. При таргетуванні обмінного курсу основним інструментом є інтервенції на валютному ринку, проміжною ціллю – валютний курс, кінцевими цілями – валютний курс та рівень інфляції. Зрештою, при таргетуванні інфляції операційними цілями є, як правило, короткострокові процентні ставки центрального банку, проміжними – грошова пропозиція і валютний курс, а кінцевою – рівень інфляції [2, 11].

Нині більшість країн, стикаючись із проблемами використання монетарного або курсового таргетування, переходить до третього виду „якоря” – інфляційного таргетування.

Багато джерел дають різні визначення системи інфляційного таргетування й у дуже широких термінах (Мишкін, Бернанке, Стерн, Шмідт-Гебель та ін) [10, 101]. Узагальнивши їх, можна сказати, що інфляційне таргетування – це концептуальна

система монетарного устрою, яка характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо інфляції (або інтервалу) на середньострокову перспективу (на період або кілька періодів, через які дія основного інструменту монетарної політики – відсоткової ставки – набуває найбільшого впливу на інфляцію) та чіткими розуміння і впевненістю в тому, що низька і стабільна інфляція є основною ціллю монетарної політики у довгостроковому періоді. Серед інших найважливіших рис – рішучі зусилля, спрямовані на налагодження комунікації з громадськістю щодо планів та цілей монетарної політики, а почасти – і щодо механізмів, які дають змогу центральному банку досягати задекларованої мети. Дві головні характеристики інфраструктури інфляційного таргетування – прозорість та звітність.

У 1990 році Резервний банк Нової Зеландії першим застосував режим інфляційного таргетування. На даний час політику таргетування інфляції проводять деякі економічно розвинуті країни (Австралія, Швеція, Канада, Великобританія), країни, що розвиваються (зокрема Бразилія, Чилі, Мексика) та країни з новою ринковою економікою (Польща, Чехія, Угорщина).

Чому країни обирають режим інфляційного таргетування? Серед головних економічних мотивів такі:

- інфляція є змінною, на яку може впливати монетарна політика у довгостроковому періоді;
- підтримка низького та стабільного рівня інфляції необхідна для досягнення інших цілей макроекономічної політики – суттєвого зростання, низького рівня безробіття, раціонального розподілу реальних доходів;
- цінова стабільність є «номінальним якорем» монетарної політики.

За інфляційного таргетування рівень інфляції, що таргетується, виступає у ролі монетарного якоря, тому і монетарна, фінансова політика спрямовані на досягнення цієї цілі. Основною перевагою режиму, про який йдеться, є те, що на його ефективність не впливає стабільна залежність рівня інфляції від зміни грошових агрегатів (як це спостерігається за режиму монетарного таргетування), а також не впливають і проблеми, пов'язані із фіксацією курсу. На відміну від таргетування обмінного курсу, монетарна політика за інфляційного таргетування фокусується більшою мірою на внутрішньому розвитку економіки і має, так би мовити, „вбудований стабілізатор” як внутрішніх, так і зовнішніх шоків. Зазначимо, що найбільш дискусійним є питання щодо можливості одночасного націлювання на валютний курс і інфляцію. Багато економістів теоретично доводять неможливість успішного таргетування інфляції у разі фіксованого валютного курсу. У багатьох країнах перехід до таргетування інфляції був пов'язаний саме з відмовою від фіксації валютного курсу. Проте існують приклади успішної практики застосування двох таргетів – інфляції і „повзучого” валютного коридору. Зокрема така монетарна політика застосовувалась в Чилі, Ізраїлі, Польщі. Частково проблему узгодження цільових орієнтирів щодо валютного курсу та інфляції можна вирішити, якщо встановити чітку ієрархію пріоритетів серед двох таргетів. Крім того, нахил „повзучого” валютного коридору повинен синхронізуватися з таргетом інфляції. Потрібно визнати, що паралельне існування націлювання на валютний курс і інфляцію у більшості випадків було перехідним етапом до гнучких валютних курсів.

Тривалий час в Україні точаться дискусії щодо доцільності запровадження режиму інфляційного таргетування. Разом з тим, якщо перехід до інфляційного таргетування формально декларується, а не супроводжується кроками з пришвидшенням структурних змін, удосконаленням фіскальної та бюджетної політики, соціальних програм, то бажаного результату від інфляційного таргетування не буде. Йдеться про те, що запровадження інфляційного таргетування потребує паралельного удосконалення інших складових економічної політики. Система впровадження інфляційного таргетування передбачає створення широкого спектру „технічних” передумов.

По-перше, уряду спільно із центральним банком необхідне публічне (як правило, закріплене законодавчо) проголошення стратегії середньострокової цінової стабільності та проміжної цілі щодо інфляції.

По-друге, передбачається інституціональне зобов'язання у формі правил та процедур, за якими має діяти центральний банк, а також – повна незалежність у сфері застосування інструментів монетарної політики.

По-третє, необхідна чітка стратегічна визначеність щодо того, як саме монетарна політика шляхом зміни відсоткової ставки може доводити рівень інфляції до значення цільового показника.

По-четверте, потрібна чітка та комплексна система комунікацій центрального банку з усіма макроекономічними агентами. Широка громадськість має бути проінформованою як відносно загальної стратегії, так і щодо тактичних кроків монетарної політики.

По-п'яте, необхідне створення досконалої системи економічного аналізу та прогнозування з метою прийняття рішень у сфері монетарної політики.

По-шосте, має посилюватись підзвітність центрального банку.

В Україні побутує думка, що концепція цінової стабільності прийнятна лише для розвинутих економік, у перехідних же, зокрема українській, впроваджувати її немає сенсу. Викликане це неглибоким розумінням суті терміна „цінова стабільність”, ототожнювання його змісту із ситуацією, коли ціни лишаються незмінними, знаходяться на нульовому рівні. Але у сучасному ключі під ціною стабільністю розуміють не нульовий рівень цін, а їх постійне незначне зростання, тобто низьку і стабільну інфляцію. До речі, вдале визначення цінової стабільності запропонував экс-голова ФРС США А. Грінспен, згідно з яким „... цінова стабільність – ситуація, коли інфляція не впливає суттєво на економічну поведінку (на рішення домогосподарств і фірм), тобто інфляційні очікування є закріпленими у довгостроковому періоді за допомогою певної транспарентної заяви центрального банку до чіткого стандарту” [11, 29].

Дуже часто доводиться чути, що в країнах з перехідною економікою ще немає розвинутих фінансових ринків, прогресивних демократичних інститутів для впровадження інфляційного таргетування. Водночас, як засвідчує досвід країн з транзитивною економікою (Польща, Чехія, Словенія), запровадивши режим інфляційного таргетування з перехідним періодом, тривалість якого варіюється залежно від поточного рівня інфляції, ступеня розвитку фінансових ринків, сучасного стану економіки, готовності суспільства і керівництва країни прийняти ідею інфляційного таргетування, вони досягли низької інфляції, сталих темпів

економічного зростання, підняли довіру суспільства до економічної та монетарної влади.

Для України, перед якою актуалізувалися проблеми номінального якоря, збалансування внутрішньої (інфляція) та зовнішньої (обмінний курс) складових стабільності грошової одиниці, на нашу думку, особливо корисним можуть бути підходи Чеської Республіки та Польщі до формування монетарної політики та запровадження інфляційного таргетування.

Після скасування прив'язки обмінного курсу крони у грудні 1997 року Чеський національний банк (ЧНБ) почав поступову переорієнтацію монетарної політики на контроль за рівнем інфляції. Було сформовано монетарний режим, що адаптував досвід інфляційного таргетування індустриальних економік до умов розгортання інфляції та інституційних змін. На першому етапі еволюції він характеризувався такими особливостями: поряд із середньостроковим інфляційним таргетом на 2000 рік ($4,5\% \pm 1\%$) оголошувалися щорічні короткострокові таргети; таргетувався чиста інфляція [2, 14]. В подальшому було встановлено цільовий орієнтир чистої інфляції $2\% \pm 1\%$ на кінець 2005 року. З'явився і новий елемент монетарного устрою – перелік так званих „винятків” – ситуацій, що виправдовують порушення таргету (це в основному різного роду шоки пропозиції). В 2000 році було визначено власне процедуру прямого таргетування інфляції. Зокрема, передбачено що урядом спільно з ЧНБ встановлюється довгостроковий цільовий орієнтир цінової стабільності, на основі якого ЧНБ у квітні року, що передує плановому, визначає інфляційний таргет на наступний рік і повідомляє його урядові для використання при розробці державного бюджету. Спільним рішенням ЧНБ та Міністерства фінансів в 2001 році було запроваджено перехід від таргетування лише чистої інфляції до паралельного оголошення щорічних цільових орієнтирів щодо загальної інфляції – індексу споживчих цін. Зокрема таргет чистої інфляції на 2001 рік було встановлено на рівні $3\% \pm 1\%$. При цьому зазначалось, що центральній точці таргету відповідає загальна інфляція в розмірі 5%, а допустимому діапазону коливань чистої інфляції ($2\text{--}4\%$) – інтервал коливань загальної інфляції розміром 4,3–5,8%. В 2002 році ЧНБ повідомив про відмову як від подальшого оголошення короткострокових таргетів, так і від оприлюднення таргетів чистої інфляції (при збереженні діючого середньострокового таргету 1-3% на грудень 2005 року). Натомість було оголошено спадний цільовий діапазон для індексу споживчих цін – із 3–5% у 2002 році до 2–4% у грудні 2005 року. На остаточному етапі в 2004 році ЧНБ повністю перейшов до „класичного” таргетування інфляції. Це ознаменовано прийняттям 11 березня 2004 року стратегічного документу „Інфляційного таргету на період із січня 2006 року” [2, 15]. Отже, віднині в Чехії інфляційним таргетом стала щорічна зміна ІСЦ в розмірі 3% із максимально допустимими відхиленнями $\pm 1\%$. ЧНБ зобов'язується дотримуватись цього таргету в середньостроковому періоді до вступу Чеської Республіки до зони євро.

Зауважимо, що розглянутий вище монетарний режим забезпечує гнучкість монетарної політики завдяки: ширині коридору коливань, відсутності необхідності щорічного виконання таргету, оголошенню „винятків” – ситуацій, які не вимагають відповідних дій центрального банку з метою приведення фактичного показника інфляції до цільового орієнтиру. Як бачимо, перехідний період до інфляційного таргетування у Чехії тривав приблизно вісім років.

Так само успішно пройшли реформи й у Польщі, де пряме таргетування інфляції, як основний принцип монетарної політики було проголошено в 1999 році. Рада Національного банку Польщі (НБП) оголосила середньостроковий таргет монетарної політики як зниження до кінця 2003 року інфляції до рівня, нижчого 4%. Обґрунтовано вибір цільового показника інфляції – індексу споживчих цін. Як бачимо, на відміну від ЧНБ, НБП відразу почав таргетувати загальну інфляцію, прагнучи зробити таргет зрозумілим для громадськості. У лютому 2003 року у Польщі прийнято „Стратегію монетарної політики на період після 2003 року”, яка орієнтована на стабілізацію інфляції на низькому рівні. Водночас монетарна стратегія і надалі буде базуватися на прямому таргетуванні інфляції. Щорічні інфляційні таргети було замінено безперервним таргетуванням.

Завдяки такому розширеному часовому горизонту стає можливим врахування лагів монетарної політики і збільшення її гнучкості. Окрім того, встановлення безперервного інфляційного таргету відповідає новому устрою країни. Стратегія встановлює нову внутрішню ціль центрального банку – сприяння як найшвидшому приєднанню до євро зони. Результатом монетарної політики стало досягнення „стабільної інфляції” на рівні 2,5% після 2003 року з допустимим діапазоном коливань $\pm 1\%$. Зазначимо, що в 1999 році рівень інфляції в Польщі становив 12%. Перехідний період у Польщі тривав шість років і було досягнуто таких результатів: інфляція знизилась до 1,5–3%, валютний коридор розширився із $\pm 2\%$ до $\pm 15\%$, ВВП зростає щороку в середньому на 5% [7, 8].

Результати монетарної політики країн із інфляційним таргетуванням за 17 років застосування даного монетарного режиму видаються доволі успішними. У цих країнах відчутно знизилися рівні інфляції, її динаміка набула більшої стабільності. Істотно зменшилися рівні інфляційних очікувань та економічної невизначеності, що суттєво впливає на поліпшення інвестиційного клімату і сприяє стабілізації економічного зростання.

Уперше про майбутній пріоритет монетарної політики в Україні було заявлено в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік: „Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції...”. Основними засадами на 2007 рік також передбачено, що „головним орієнтиром грошово-кредитної політики, що відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці, є індекс споживчих цін. Регулювання обмінного курсу спрямовується на підтримання цінової і фінансової стабільності. Показники монетарної бази і грошової маси є проміжними орієнтирами, які використовуються для вирішення поточних завдань монетарного забезпечення макроекономічної рівноваги” [6, 15].

Загальновизнано, що розвиток економіки органічно пов'язаний із певним рівнем інфляції. В країнах, що таргетують інфляцію, найпоширенішим є вибір показника інфляції в межах 1–3%. Вибір рівня інфляції має відповідати макроекономічній ситуації в країні. Який же оптимальний рівень інфляції в Україні в середньостроковій перспективі? Вчений економіст С. Кораблін провів дослідження взаємозв'язку продуктивності праці, яка вимірювалась рівнем ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності, та рівнями інфляції і дійшов висновку, що

між ними спостерігається обернено пропорційна залежність. Зокрема, в 2005 році найнижча середньорічна інфляція (до 3%) спостерігалася переважно в країнах, де річна продуктивність праці перевищувала 60 тис. дол. США на одного зайнятого, зростання рівня цін на 6–9% – в економіках із продуктивністю праці від 15 до 30 тис. доларів. В Україні в 2006 році рівень інфляції становив 9% за річної продуктивності праці приблизно 15 тис. доларів США, що в цілому узгоджується з міжнародними співвідношеннями [5, 3]. Виходячи з вищевказаного та враховуючи об'єктивну обумовленість і необхідність тенденції щодо зниження інфляції, доцільно як середньостроковий інфляційний орієнтир оголосити індекс споживчих цін близько 9% із поступовим його зниженням відповідно до темпів зростання продуктивності праці. Оптимальний рівень інфляції в довгостроковій перспективі, на нашу думку, повинен становити 4%. Зазначений інфляційний показник не слід розуміти як таргет, з метою якого застосовуються всі інструменти монетарної політики. Це лише орієнтир для аналізу та прийняття адекватних ситуації рішень. Оскільки основними чинниками інфляційних процесів в Україні залишаються немонетарні фактори, які входять до компетенції уряду, монетарною стратегією може передбачатись розрахунок лише базової інфляції, що визначається монетарними чинниками.

Однозначно, необхідною умовою переходу до режиму інфляційного таргетування в Україні є законодавче закріплення обов'язковості тісної співпраці між урядом та НБУ з питань досягнення цінової стабільності. Адже інфляція формується під впливом як попиту, так і пропозиції. Національний банк шляхом монетарної політики переважно контролює інфляційні процеси, що генеруються з боку попиту. Зокрема, розрахунки доводять, що нині монетарний чинник, який більшою мірою перебуває у сфері впливу НБУ, має обмежений вплив на динаміку інфляції. Так, в 2007 році внесок інфляції попиту у зростання індексу споживчих цін був досить помірним – 2,2 відсоткового пункту з 11,7%, саме на стільки збільшилась з початку 2007 року вузька базова інфляція [8, 5]. Не можна не звернути увагу і на інституційний аспект, який полягає у невизначеності відповідальності за утримання стабільності цін. Статтею 6 Закону України „Про Національний банк України” передбачено, що НБУ сприяє дотриманню цінової стабільності лише в межах своїх повноважень. Хто відповідає за забезпечення стабільності цін у державі загалом, законодавством не визначено. На даний момент коли ми говоримо про розвиток інфляційних процесів в Україні в 2004–2007 роках слід згадати і такі фактори, як недостатню лібералізацію цін та широке використання механізмів їх державного регулювання. Окремим рядком виділимо проблему відсутності належної культури здійснення комунікацій з громадськістю з питань, пов'язаних із розвитком інфляційних процесів. В економічно розвинутих країнах одним із головних елементів монетарної політики інфляційного таргетування є ефективна система комунікацій з громадськістю, через яку здійснюється вплив насамперед на інфляційні очікування суб'єктів господарювання. В Україні, на жаль, досить часто непродумані та упереджені заяви окремих посадових осіб лише підбурюють процеси зростання цін, про представників політичних партій в таких випадках годі й говорити.

Отже, можна зробити висновки, що таргетування інфляції в Україні не може бути запроваджено у середньостроковій монетарній стратегії на 2008–2009 роки. Вирішення такого завдання повинно спиратись на низку макроекономічних,

Т. Сліпченко

Вибір оптимального режиму...

фінансових та інституційних умов, серед яких макроекономічна та фінансова збалансованість, перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням. Зрозуміло, що створення таких умов потребує часу.

На жаль, універсальних рецептів щодо досягнення низької і стабільної інфляції економічна теорія та практика ще не виробили. Однак дедалі більше країн, і що важливо, в тому числі – з транзитивною економікою, розв'язує проблему забезпечення низької та стабільної інфляції, застосовуючи систему інфляційного таргетування.

Література

1. Бредова В. Экономика стран Восточной Европы в 1993–1994 гг. // *Мировая экономика и междунар. отношения*. – 1995. – № 2. – С. 110–118.
2. Грищенко А., Кричевські Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття друга // *Вісник НБУ*. – 2006. – № 2. – С. 8–19.
3. Грищенко А., Кричевські Т. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття третя // *Вісник НБУ*. – 2006. – № 7. – С. 8–22.
4. Колодко Г. Польша 2000. Новая экономическая стратегия. – Варшава: *Польтекст*, 1999. – 160 с.
5. Петрик О. Інфляція в Україні: проблеми, ризики, перспективи // *Вісник НБУ*. – 2007. – № 3. – С. 2–8.
6. Петрик О. Визначення оптимального рівня інфляції для України // *Вісник НБУ*. – 2007. – № 6. – С. 10–22.
7. Петрик О. Ціні та основні режими сучасної монетарної політики // *Вісник НБУ*. – 2006. – № 6. – С. 6–13.
8. Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні // *Вісник НБУ*. – 2007. – № 12. – С. 3–7.
9. Шлапак О. В. Вплив монетарної політики на економічне зростання // *Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування*. – К.: НБУ–2003. – 269 с.
10. Bernanke B., and Mishkin F. (1997), "Inflation targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, 11, №2: 97–116.
11. Greenspan A., 1996, "Opening Remarks", in *Achieving Price Stability*, Jackson Hole, Wyoming, August, 29–31.
12. Friedman M., (1968) "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58 (1), 1–17.

Редакція отримала матеріал 25 березня 2008 р.