

18. Собрание законодательства Республики Узбекистан. — 2007. — № 15. — Ст. 158.

19. Носенко С. Асистанс міжнародного рівня: «підводні камені» // Страхова справа. — 2004. — №1(13). — С. 62.

Стаття надійшла до редакції 19.01.2012 р.

УДК 336.71

Т.В. Запаранюк, здобувач кафедри
банківської справи,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

ПРОБЛЕМИ ВИБОРУ АЛЬТЕРНАТИВНИХ РЕЖИМІВ ТАРГЕТУВАННЯ У ПРОЦЕСІ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В ПЕРІОД ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

АННОТАЦІЯ. У статті розглянуто особливості застосування альтернативних режимів реалізації грошово-кредитної політики, спрямованих на таргетування грошових агрегатів, валютного курсу або інфляції. Обґрунтовано найприйнятніші способи таргетування, виходячи із поточної ситуації сучасного економічного розвитку в Україні в період фінансової кризи.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: таргетування, грошово-кредитна політика, центральний банк, інфляція, грошова маса, валютний курс.

ABSTRACT. The features of application of the alternative modes of realization of monetary policy, directed on targeting of money aggregates, rate of exchange or inflation are examined in the article. The most acceptable methods of targeting are grounded, coming from the current situation of modern economic development in Ukraine in the period of financial crisis.

KEY WORDS: targeting, monetary policy, central bank, inflation, money aggregates, rate of exchange.

АННОТАЦИЯ. В статье рассматриваются особенности применения альтернативных режимов реализации денежно-кредитной политики, направленных на таргетирование денежных агрегатов, валютного курса или инфляции. Обосновываются наиболее приемлемые способы таргетирования, исходя из текущей ситуации современного экономического развития в Украине в период финансового кризиса.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: таргетирование, денежно-кредитная политика, центральный банк, инфляция, денежная масса, валютный курс.

Одним із найбільш важливих і актуальних завдань макроекономічного регулювання в Україні в сучасних умовах є розробка і запровадження нових підходів та інструментів для підвищення ефективності грошово-кредитної політики як основи державного впливу на перебіг економічних процесів. За таких обставин вибір адекватних цілей монетарного регулювання, що здійснюється через механізм таргетування із обранням відповідного режиму реалізації грошово-кредитної політики та функціонування центрального банку, видається одним із найважливіших завдань у процесі розробки засадничих принципів державної економічної політики в ринковій економіці, що визначає актуальність наукових розробок у даній сфері, спрямованих на вироблення адекватних теоретико-методологічних підходів до формування відповідних принципів і правил монетарної політики. Вирішення проблеми правильного вибору режиму таргетування серед кількох альтернативних варіантів є необхідною умовою пошуку найефективніших, адаптованих до вітчизняних реалій підходів до державного регулювання економічного розвитку.

Зв'язок цієї проблеми із практичними завданнями підвищення дієвості впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки визначається необхідністю обґрунтування конкретного набору інструментів грошово-кредитного регулювання, який має бути обраний центральним банком для дотримання відповідного режиму таргетування, що в кінцевому підсумку визначає ефективність усієї системи регулятивного впливу на економіку монетарними засобами, котрі є особливо важливими в період фінансової кризи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, у яких започатковано розв'язання даної проблеми, засвідчує, що питанням вибору оптимального режиму монетарного таргетування присвячено праці багатьох економістів, серед яких можна відзначити роботи таких вітчизняних і зарубіжних учених, як В. Міщенко, С. Моїсєєв, М. Савлук, В. Стельмах, О. Улюкаєв та ін. Однак, недостатньо уваги приділено визначенню підходів до вибору найприйнятнішого режиму монетарного таргетування з урахуванням сучасних обставин розгортання світової фінансової кризи та її наслідків для вітчизняної банківської системи та економіки, що становить невирішену частину проблеми.

Відтак метою даної статті є обґрунтування пропозицій і рекомендацій щодо вибору таких цілей грошово-кредитної політики, які здатні забезпечити ефективний вплив монетарного регулювання на реальний сектор і сприяти використанню відповідних ін-

струментів і важелів монетарного регулювання як надійних засобів протистояння впливу негативних наслідків фінансової кризи.

Сучасна теорія і практика реалізації грошово-кредитної політики центрального банку в якості основних видів режимів такої політики передбачає таргетування пропозиції грошей, курсу національної валюти або рівня інфляції. Перші два режими орієнтовано на досягнення проміжної мети: заданий темп зростання певного грошового агрегату або підтримка курсу національної валюти на заданому рівні щодо іншої, найчастіше, резервної валюти. Проміжна мета пов'язана із бажаним показником щодо стабільності цін і може бути досягнута за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. Так, таргетування грошової пропозиції спрямоване на підтримання заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. А таргетування валютного курсу має на меті підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти відносно певної іноземної валюти або кошика валют. Що ж до таргетування інфляції, то його можна назвати самим молодим видом серед режимів грошово-кредитної політики, що найбільш активно почав застосовуватись на початку 90-х років минулого століття і його проміжною ціллю є безпосередньо дотримання певного показника інфляції. Інакше кажучи, інфляційне таргетування означає обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики центрального банку.

Потрібно відзначити, що кожен із трьох режимів грошово-кредитної політики має як свої переваги, так і свої недоліки. Так, головною перевагою режиму таргетування пропозиції грошей є його простота, а також ті широкі можливості, корті даний режим надає щодо координації монетарної і макроекономічної політики та швидкого реагування з боку центрального банку на зміну макроекономічної ситуації. У якості недоліків цього режиму таргетування можна відзначити невизначеність майбутньої динаміки цін при його застосуванні, недостатня інформативність для суспільства, що робить непрозорою політику центробанку, а також неможливість здійснення повноцінного контролю грошової маси при високій частці готівки в грошовому обігу та недовіра відповідних інструментів монетарного регулювання у разі значних коливань попиту на гроші, що є особливо важливим у період фінансової кризи, котра породжує невизначеність на усіх видах ринків, включаючи і кон'юнктуру грошового ринку.

Природно, що за таких обставин криза монетаризму як теорії, що обстоювала ідею таргетування грошової пропозиції, була пов'язана із відмовою від короткострокової стабілізації на користь регулювання економіки на довгостроковій основі, що потребувало розробки нових підходів до вибору режиму таргетування. Як справедливо зазначає російський економіст С.Р. Моїсєєв, на початку 2000-х років від колишньої величч монетаризму не лишилося і сліду, із аналітики більшості центральних банків зникли грошові агрегати, а в трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики грошова пропозиція не відіграє незалежної ролі [1, с. 362].

Переваги таргетування валютного курсу пов'язані із меншою невизначеністю для економічних агентів на відміну від ситуації, пов'язаної із застосуванням режиму плаваючого курсу, а також можливістю імпортувати низьку інфляцію. Вочевидь даний режим має своїми позитивними рисами і високий рівень інформативності для суспільства, позаяк валютний курс є таким «номінальним якорем», за яким легко спостерігати, низькі інфляційні очікування, а також довіра суб'єктів господарювання до макроекономічних показників. Його недоліки є продовженням переваг, адже якщо фіксований курс не користується довірою, то він може піддаватися спекулятивній атаці, а в світі глобальних фінансів, де швидкість потоків капіталу багаторазово посилюється, центральний банк може відчувати серйозні труднощі при спробі захисту від подібних атак. Відтак, слабкими місцями даного режиму є серйозна залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів, можливість притоку короткострокового спекулятивного капіталу, ризики дестабілізації фінансової системи унаслідок світових валютних криз.

У даному разі не можна не погодитися із думкою вітчизняних науковців про те, що монетарна політика із фіксованим валютним курсом позбавляє центральний банк можливості використовувати її для відповіді на внутрішні шоки, а також при цьому режимі відбувається суттєве зростання значення фіскальної політики [2, с. 167].

Щодо третього виду таргетування, то потрібно наголосити, що концепція стабільності цін не є новою і може бути реалізована в рамках різних режимів грошово-кредитної політики. У теорії існує два підходи — підтримання стабільного рівня цін і підтримка стабільного темпу приросту рівня цін. Проблема оп-

тимальної інфляції та інституційного оформлення центрального банку має велике теоретичне і практичне значення для країн з перехідною економікою. Для розвинених країн у даний час вважається, що річна інфляція не повинна перевищувати двох-трьох процентів. Для країн, що розвиваються, емпіричні дослідження показали, що при інфляції вище 40 % економічне зростання припиняється. А в якості практичного орієнтиру приймається, що інфляція не повинна перевищувати 10 % на рік.

Потрібно наголосити, що уява про позитивний вплив інфляції на економічну активність і можливості інфляційного стимулювання економіки не витримало перевірку часом і досвідом у більшості розвинених країн, а більшість економістів відмовились від уявлень про зворотній зв'язок між інфляцією та безробіттям, описаний кривою Філіпса. Новітні емпіричні дослідження показують, що навіть незначне прискорення темпів зростання цін виявляє негативний вплив на динаміку економічного зростання, подавляючи інвестиційну активність.

Перевагами інфляційного таргетування можна назвати простоту оцінки ефективності грошово-кредитної політики, забезпечення гнучкої валютно-курсової політики, високий рівень довіри з боку населення до політики центрального банку, а також створення умов для збалансованого розвитку усіх секторів і галузей економіки, позаяк саме інфляція справляє найбільш негативний вплив на ефективність розподілу ресурсів і скорочує економічне зростання в довгостроковому періоді. Країни, що використовують інфляційне таргетування, вважають, що воно допомагає підвищити ефективність грошово-кредитної політики в порівнянні із стандартними прийомами, до яких вдаються центробанки.

Однак недоліки таргетування інфляції пов'язані насамперед із тим, що грошово-кредитна політика, здійснювана на основі даного режиму, може бути недостатньо гнучкою і приводити до надмірних коливань обсягу випуску і зайнятості в реальному секторі. Крім того, в якості недоліків потрібно вказати на можливий вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком, а також обмеження можливостей стимулювання економічного росту і зниження безробіття власне засобами монетарної політики.

Крім того, розглядаючи «вузькі місця» даного режиму, можна погодитися із думкою російського економіста О.В. Улюкаєва, котрий вказує на те, що існує достатньо тривалий часовий лаг

між діями грошової влади та змінами темпів росту цін. І якщо в періоди стабільного розвитку економіки це не має значення, то в умовах економічних потрясінь таргетування інфляції призводить до необхідності вирішення грошовою владою задач міжперіодної оптимізації із жорстко заданими умовами, причому доводиться боротися із наслідками своїх попередніх рішень [3, с. 81—82]. Крім того, необхідними передумовами інфляційного таргетування виступають відсутність надмірного фіскального домінування та жорстких зобов'язань грошової влади по відношенню до інших цілей економічної політики, зокрем, таких як валютний курс. Більшість же країн із перехідною економікою абсолютно не задовольняють цих вимог. Також важливо відзначити, що необхідною умовою інфляційного таргетування є відхід від таргетування інших економічних показників. Цільові орієнтири інфляції мають по суті домінувати над рештою цілей грошово-кредитної політики. З цієї причини спроби підтримки валютної стабільності докорінно суперечать принципам інфляційного таргетування. І доти, доки інфляційна мета співіснуватиме з іншими цілями грошово-кредитної політики, ефективність інфляційного таргетування буде вкрай низькою. Прийнятним виходом із цієї ситуації може бути лише запровадження плаваючого валютного курсу із одночасним посиленням контролю за потоками капіталів. Однак навряд чи реалізація цієї умови нині є можливою у вітчизняній економіці.

У цьому контексті досить проблематичними слід вважати перспективи вирішення тих завдань, що ставляться Національним банком України по переходу до інфляційного режиму таргетування в процесі реалізації грошово-кредитної політики. Наприклад, в Основних засадах грошово-кредитної політики зазначається, що у середньостроковій перспективі внутрішні аспекти стабільності гривні розглядатимуться в контексті сприяння забезпеченню цінової стабільності, головним критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін [4]. Однак зрозуміло, що нині для такого переходу ще немає об'єктивних передумов. За визначенням самого НБУ, остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, що передбачає створення низки макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плаван-

ня обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням.

Насправді, перехід до політики таргетування інфляції на сьогодні є практично неможливим із-за значної ролі регульованих цін, котрі перебувають за межами впливу Національного банку України у формуванні індексу споживчих цін, у зв'язку із чим планові показники інфляції, як правило, не виконуються. А за обставин розгортання фінансової кризи із її негативними наслідками для функціонування вітчизняної банківської системи та її впливу на розвиток реального сектора вирішення завдань із зміни режиму монетарної політики стає ще більш важким із-за впливу ряду внутрішніх і зовнішніх шоків на динаміку економічного розвитку загалом та цінову динаміку зокрема.

Відтак цілком очевидно, що на даному етапі суспільного розвитку Національний банк України навряд чи зможе відмовитися від валютного таргетування власне як режиму монетарної політики. Попри усі недоліки фіксованих валютних курсів вони залишаються одним із засадничих елементів світової валютної системи. І це навіть якщо брати до уваги той факт, що максимальна ефективність таргетування валютного курсу для відкритої економіки пов'язана із номінальними шоками або шоками попиту, а при шоках пропозиції фіксований режим взагалі важко підтримувати, позаяк економіка повинна бути порівняно малою, а її структура дуже гнучкою. Зазвичай це має місце, коли в структурі виробництва висока частка послуг.

Попри це потрібно зважити на ті обставини, які стосуються впливу грошово-кредитних важелів на динаміку інфляційних процесів, що характеризує готовність економічної системи до власне зміни режиму таргетування, у нашому випадку — з валютного на інфляційний. Тут важливо звернути увагу на сукупність факторів розвитку інфляційних процесів в Україні, котрі, як визнає сам Національний банк, мають немонетарний характер і перебувають поза впливом заходів грошово-кредитної політики та належать до компетенції Уряду. Адже в Україні нині все ще традиційною практикою є адміністративне регулювання і державний контроль над цінами. А якщо під ціновою стабільністю, на яку пропонують орієнтуватися при запровадженні режиму інфляційного таргетування, розуміти приріст споживчих цін у межах однозначного числа, то доведеться визнати,

що в Україні протягом останніх кількох років вже мала місце цінова стабільність (якщо слідувати даним офіційної статистики про коливання інфляції біля 10 %). Однак сама динаміка цін на споживчому ринку, а також тарифів на послуги за цей період свідчить про зворотне.

Відтак, спроби прив'язати грошово-кредитну політику до цінової стабільності за нинішньої структури економіки мають невеликі перспективи на ефективне втілення в життя, а Національному банку доведеться лише і надалі жорстко обмежувати грошову пропозицію, що матиме наслідками передусім скорочення виробництва та економічну стагнацію. Адже ефективність грошово-кредитної політики пов'язана не лише із динамікою цін, а й обсягами виробництва, рівнем зайнятості, курсової стабільності. А відтак головне, щоб динаміка цін утримувалась на рівні, який би стимулював стійке економічне зростання. У цьому зв'язку можна згадати, що саме успішна валютно-курсова політика НБУ як найефективніша складова монетарної політики сприяла активному насиченню економіки грошима й забезпечила підвищення рівня монетизації до понад 50 %, тоді як у середині 1990-х років він перебував у межах 10 %. Тому діючий режим монетарної політики поки ще зарано радикально змінювати, позаяк це може призвести до непередбачуваних наслідків щодо зміни кон'юнктури фінансового ринку та поведінки економічних агентів, які у своїй основній масі все ще орієнтуються на валютний курс як номінальний якір монетарного регулювання.

З іншого боку, якщо розглядати режим інфляційного таргування в якості оптимальної альтернативи, то слід звернути увагу на обмежені можливості впливу грошово-кредитного регулювання на перебіг відтворювального процесу та стан реального сектора господарства країни. Це пов'язано передусім із відсутністю або недостатністю базових, структурних реформ у реальному секторі, виявом чого є нездатність основної маси підприємств працювати в умовах гнучкої системи цін, пристосовуватися до умов конкурентного середовища та змін ринкової кон'юнктури. Саме негнучкість цін і неринкові механізми ціноутворення у вітчизняній економіці є головними обмежувальними факторами для запровадження інфляційного таргування як головного цільового орієнтира в процесі реалізації грошово-кредитної політики. За таких умов реальний сектор досить слабо реагує на передавальні імпульси монетарної

політики, навіть якщо вона проводиться за класичними ринковими принципами. Крім того, для ефективної дії режиму інфляційного таргетування в економіці має функціонувати повноцінний фінансовий ринок і бути добре розвинутою його інфраструктура, що потрібно для належного застосування усього потрібного інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку.

Виключно монетарні засоби боротьби із інфляцією негативно позначаються і на економічному зростанні, що є особливо важливим у період розгортання фінансової кризи. Адже необхідність підтримання стабільного рівня цін може змусити центральний банк скоротити пропозицію грошової маси і тим самим викликати економічну депресію, що є неприйнятним саме тоді, коли монетарними методами потрібно стимулювати економічне зростання і забезпечити подолання наслідків фінансової кризи.

Отже, виходячи із викладеного вище, можна дійти висновку, що Національний банк нині не може відмовлятися від політики керованого плавання валютного курсу, що зумовлено, зокрема дією таких причин: по-перше, можливості значних коливань курсу гривні за умов кризових явищ на фінансових ринках може призвести не лише до дестабілізації зовнішньоекономічного сектора, але й усієї економічної системи; по-друге, відмова від керованого плавання і впливу на зовнішню вартість національної валюти може зумовити зміну привабливості активів, номінованих в іноземній валюті; по-третє, коливання обмінного курсу національної валюти спроможне негативно позначитися на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції. З іншого боку, саме довгостроковий економічний ріст на основі успішно проведених структурних реформ, як це показує світовий досвід, у перспективі стає обмежувальним фактором для цінової динаміки. Це пов'язано із тим, що чим вища ефективність виробництва, тим більша частка приросту грошової маси спрямовується не на інфляційне зростання, а на інвестиційне забезпечення росту продуктивності праці. А обмежувальна монетарна політика не може цьому сприяти, позаяк негативно позначається на інвестиційній активності і робить неможливим підвищення економічної ефективності.

У якості висновків із проведеного дослідження необхідно відзначити, що сучасні особливості економічного розвитку

України за умов подолання наслідків світової фінансової кризи об'єктивно зумовлюють потребу розробки і впровадження адекватних поточній ситуації засобів та інструментів монетарного впливу на реальний сектор, задля чого має бути обрано оптимальний в нинішніх умовах режим таргетування, котрим поки що має залишатися підтримання стабільного курсу національної валюти, що є життєво необхідним для країни, економіка якої є настільки залежною від зовнішньоекономічної кон'юнктури. Тому сучасна стратегія монетарної політики Національного банку України попри збереження своєї гнучкості має бути спрямована на підтримання валютно-курсової стабільності як основи ефективної організації грошового обігу в країні. Перспективами для подальших досліджень у даному напрямі слід вважати розробку методологічних підходів щодо вдосконалення механізмів застосування основних інструментів реалізації грошово-кредитної політики центрального банку, спрямованих на реалізацію засадничих принципів обраного режиму таргетування, найбільш адекватного поточним економічним умовам відповідно до завдань обмеження наслідків кризових явищ на фінансових ринках.

Література

1. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. — М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. — 784 с.
2. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. — К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. — 404 с.
3. *Улюкаев А.В.* Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. — М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008. — 208 с.
4. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік / Схвалено Радою Національного банку України (рішення від 10 вересня 2009 р. № 10).
5. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко. — К.: Національний банк України, Центр наукових досліджень, 2008. — 144 с.

Стаття надійшла до редакції 11.01.2012 р.