

## **ПРОБЛЕМИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ В УКРАЇНІ МОНЕТАРНОГО УСТРОЮ, ЗАСНОВАНОГО НА ВСТАНОВЛЕННІ ЦІЛЬОВОГО ПОКАЗНИКА ІНФЛЯЦІЇ**

*О. Арсенюк, Національний банк України*

Основною засадою грошово-кредитної політики на 2002 р. перед Національним банком України поставлено завдання поступового створення умов для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики. Стратегічний курс на запровадження нового монетарного устрою є наслідком суттєвих змін, які відбулися в останні роки в економіці в цілому та на грошово-кредитному ринку зокрема, що вимагає удосконалення процедури визначення кінцевих, проміжних та оперативних цілей грошово-кредитної політики, а також засобів, механізмів та інструментів їх досягнення. До того ж, така стратегічна спрямованість регулювання вітчизняного грошово-кредитного ринку значною мірою відповідає логіці еволюції монетарних устроїв як в провідних країнах світу, так і в багатьох країнах з транзитною економікою.

Упродовж багатьох років як головний "якір" грошово-кредитної політики в Україні використовувався обмінний курс гривні до долара США. Втім, світова теорія та практика довели, що використовувати такий монетарний режим доцільно лише упродовж нетривалого часового інтервалу як потужний інструмент швидкого зниження темпів інфляції. Коли ж країна досягає низьких темпів інфляції, є сенс перейти до більш гнучких систем курсоутворення, адже саме гнучкість валютного курсу слугує додатковим засобом коректування у випадку внутрішніх та зовнішніх потрясінь.

З огляду на це у 1999 р. Національний банк України запровадив режим, заснований на плаваючому обмінному курсі. При цьому проміжними цілями грошово-кредитної політики почали встановлюватися показники монетарної бази та грошової маси. Саме такий монетарний устрій є чинним в Україні і на сьогодні. Він, зокрема, передбачає, що центральний банк змінює параметри своїх інструментів для регулювання грошових агрегатів, які в довгостроковій перспективі вважаються головними чинниками інфляції. Таким чином, регулювання грошових агрегатів майже рівнозначне стабілізації інфляції приблизно на рівні цільового показника.

Очевидно, що можливості ефективного використання грошових агрегатів як проміжних показників грошово-кредитної політики базуються як на їх емпіричному взаємозв'язку з плановим показником інфляції, так і на їх взаємозв'язку з інструментами грошово-кредитної політики. Однак, якщо зростання монетарних агрегатів не є надійною основою для прогнозування майбутньої інфляції, то їх публікація як проміжних цільових показників грошово-кредитної політики може бути контрпродуктивною. Центральний банк муситиме або ігнорувати поведінку такої змінної, знижуючи довіру до себе, або ж суворо дотримуватися затверджених орієнтирів на шкоду ефективності політики, яку він проводить.

В міру поширення у світі процесу створення фінансовими організаціями різноманітних грошових субститутів, ця проблема все більше загострювалася,

оскільки попит на гроші ставав дедалі очевиднішим. Причому це стосувалося як розвинутих країн, так і країн із перехідною економікою. І поступово ставав дедалі очевидним той факт, що хоча гроші та інфляція мають тісну кореляцію у довгостроковій перспективі, на короткотерміновому проміжку часу їх кореляція є недостатньою.

Не стала виключенням із цього правила і наша країна. Як свідчить досвід проведення грошово-кредитної політики в Україні упродовж останніх років, динаміка зростання монетарних агрегатів не завжди є вирішальним фактором впливу на стабільність національної валюти. Нестабільність економічних умов призводить до досить частих і суттєвих змін у схильності суб'єктів економіки до вибору тих або інших засобів та форм розрахунків або нагромадження коштів. Все це відповідним чином впливає на швидкість обертання коштів, а через неї – на попит на гроші, який може бути більшим або меншим за інших рівних умов (обсяг ВВП, темпи інфляції тощо).

Якщо ж до цього додати систематичні суттєві відмінності фактичних макроекономічних показників (яким має відповідати наявний обсяг грошової маси) від прогнозних (які є базою для встановлення цільових орієнтирів по монетарних агрегатах), а також наявність значної кількості немонетарних факторів впливу на показник інфляції, стає зрозумілим, що монетарний устрій, заснований на встановленні цільових показників монетарних агрегатів, не є оптимальним для України в контексті досягнення головної цілі грошово-кредитної політики – забезпечення стабільності національної валюти, і потребує модифікації або перегляду.

Намагаючись розв'язати зазначену проблему, окремі країни почали проводити свою грошово-кредитну політику на засадах стратегії, яка прямо передбачає встановлення цільових показників інфляції. Такий режим монетарного устрою передбачає чітке проголошення низької стабільної інфляції як довгострокової цілі грошово-кредитної політики, публікацію цільових темпів інфляції на певний проміжок часу, а також створення умов для підвищення відповідальності центрального банку за досягнення цих цілей.

Тенденція до постійного зростання числа країн, що вдаються до застосування монетарного режиму, заснованого на встановленні цільових показників інфляції, свідчить про переваги цієї системи порівняно з використанням цільових показників грошової маси або обмінного курсу. По-перше, система цільових показників інфляції дозволяє відволікти увагу громадськості від короткотермінових заходів втручання, котрі можуть погано узгоджуватися із грошово-кредитною політикою, і зосередитися на зниженні або забезпеченні стійкості темпів інфляції, що сприяє макроекономічній стабільності та економічному зростанню. По-друге, використання цільових показників інфляції сприяє значному посиленню підзвітності та дисципліни при проведенні грошово-кредитної та податково-бюджетної політики. По-третє, добре налагоджена система цільових показників інфляції дає центральному банку певну свободу дій у випадку короткотермінових змін, але при цьому майже запобігає ризику втрати довіри до довгострокової політики, яку він проводить. По-четверте, використання цільових показників інфляції дає поштовх для структурних реформ у широкому розумінні, особливо на фоні гальмування темпів інфляції.

Світові тенденції еволюції монетарних режимів, недосконалість діючого в Україні монетарного устрою, поруч із наявними перевагами режиму, що спирається на встановлення цільових показників інфляції, роблять доцільним розгляд питання щодо можливості розробки на базі останнього нової довгострокової монетарної стратегії України. Це, власне, і знайшло своє відображення в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 р.

Враховуючи вторинність грошово-кредитної системи відносно реального сектора економіки, впровадження того або іншого монетарного режиму може бути здійснено лише за наявності відповідних економічних передумов. В протилежному випадку навіть найпрогресивніший монетарний устрій може не лише не принести бажаних результатів, а й ускладнити досягнення цілей грошово-кредитної політики. З огляду на це розгляд питання про можливість встановлення в Україні цільових показників інфляції має проводитись в площині наявності для цього відповідних передумов.

Як свідчить світовий досвід, головною передумовою для встановлення цільового показника інфляції є готовність та здатність органів грошово-кредитного регулювання не встановлювати інші цільові показники грошово-кредитної політики, таких як обмінний курс, рівень безробіття тощо. Це пов'язано з тим, що у випадку конфлікту цілей у громадськості не буде впевненості у тому, що центральний банк матиме пріоритетом саме рівень інфляції, а не, наприклад, обмінний курс. Врешті ні інфляційна, ні курсова політика не будуть користуватися необхідним рівнем довіри, що, відповідно, позначиться на успішності їх реалізації. До речі, питання інфляційного або курсового пріоритету наразі досить активно дискутується в українських ЗМІ з огляду на значний рівень інтервенцій Національного банку з купівлі валюти на міжбанківському ринку, що, відповідно, призводить до збільшення грошової маси.

Поточна ситуація в економіці та на грошово-кредитному ринку не дозволяють зі значною долею впевненості говорити про те, що в нинішніх умовах для України може бути вигідним встановлення чіткого інфляційного пріоритету перед курсовим. Взагалі, це питання потребує окремого вивчення. Але навіть поверхневий аналіз свідчить, що за певних умов для дотримання цільового показника інфляції Національний банк може бути вимушений зменшити обсяги викупу валюти на ринку, наслідком чого буде надмірна ревальвація курсу гривні. А враховуючи значну експортну спрямованість вітчизняної економіки (питома вага експорту у ВВП становить близько 40 %) поряд із необхідністю стимулювання технологічного імпорту, значна ревальвація гривні може завдати економіці ще більшої шкоди, ніж помірне збільшення інфляції.

Слід також зазначити, що неможливість відмови від встановлення інших цільових параметрів грошово-кредитної політики може зумовлюватися стосунками України з міжнародними фінансовими організаціями. Як відомо, традиційними вимогами, що висуваються до грошово-кредитної політики в рамках програм МВФ, є дотримання критеріїв ефективності по нижній межі чистих міжнародних резервів, а також верхній межі по чистим внутрішнім активам. Враховуючи значну інформаційну відкритість режиму цільових показників інфляції та зростаючий рівень прозорості діяльності МВФ, існує

ризик змішування цільових показників інфляції, які визначають грошово-кредитну політику, з традиційними критеріями реалізації, що використовуються для моніторингу програм, що підтримуються МВФ. Це, відповідним чином, дезорієнтуватиме економічних агентів і знижуватиме ефективність грошово-кредитної політики.

На засадах експерименту МВФ запровадив аналітичний підхід, що визначає вимоги до грошово-кредитної політики у випадку використання системи цільових показників інфляції, як альтернативу традиційному набору критеріїв реалізації програм співпраці. Зазначений підхід передбачає щоквартальний огляд грошово-кредитної політики, в ході якого основна увага приділяється перспективній динаміці інфляції з урахуванням темпів інфляції за останній час та різних важливих показників інфляції. Втім, за такого підходу МВФ зберігає вимоги щодо нижньої межі чистих міжнародних резервів, аби обмежити використання ресурсів МВФ для інтервенцій на валютному ринку. До того ж, за умови виходу показників інфляції за встановлені цільові межі центральний банк не може здійснювати ніяких заходів щодо виправлення ситуації без узгодження з МВФ. Отже, за умов діючої кредитної програми з МВФ запровадити режим встановлення цільових показників інфляції у чистому вигляді практично неможливо. Наразі єдиною країною, яка застосовує встановлення цільових показників інфляції і при цьому отримує кредитну підтримку в рамках угоди з МВФ, є Бразилія.

Україна на сьогодні ще остаточно не визначилася із форматом майбутньої співпраці з МВФ. Попри проголошення намірів щодо переходу на безкредитні форми співпраці, існує певна ймовірність запровадження кредитної програми Stand-by. Це, відповідним чином, може вплинути на можливості запровадження монетарного устрою, заснованого на встановленні цільових показників інфляції.

В умовах сьогодні, на жаль, не можна говорити про те, що Національний банк абсолютно вільно може обирати монетарні інструменти для регулювання грошово-кредитного ринку. Дійсно, Національний банк законодавчо не має права купувати державні цінні папери на первинному ринку і утримується від їх купівлі на вторинному ринку, що певним чином знижує його залежність від дій уряду. Однак слід пам'ятати про значну заборгованість Міністерства фінансів перед Національним банком за кредитами, наданими у різній формі для покриття бюджетного дефіциту у минулі роки. Слабка бюджетна позиція уряду призводить до того, що Міністерство фінансів ініціює прийняття на законодавчому рівні рішень щодо перенесення термінів погашення цих боргів на більш віддалений термін. Зокрема, Законом України "Про Державний бюджет України на 2002 р." передбачена норма щодо перенесення термінів сплати Міністерством фінансів України боргових зобов'язань перед Національним банком, які припадають на поточний рік, по реструктуризованій заборгованості в іноземній валюті у сумі 166,3 млн. дол. Аналогічна норма закладена і у проект Закону України "Про державний бюджет на 2003 рік".

За таких обставин не можна виключати ситуацію, за якої в майбутньому, за умов неспроможності уряду проводити більш збалансовану бюджетну політику Міністерство фінансів ініціюватиме питання про перенесення терміну платежів

за іншими своїми борговими зобов'язаннями перед Національним банком, зокрема, по процентним облігаціям внутрішньої державної позики, сума щорічних платежів за якими складає близько 1 млрд. грн.

Крім боргової позиції, внаслідок недосконалої бюджетної політики уряд періодично здійснює тиск на Національний банк і за деякими іншими напрямками. Так, наприклад, час від часу постає питання про обсяги перерахування до Державного бюджету сум перевищення доходів над видатками Національного банку. Обсяги такого перевищення, всупереч усілякій логіці, Міністерство фінансів визначає інколи абсолютно на свій розсуд. Зокрема, у проекті Державного бюджету України на 2003 р. ця сума передбачена на рівні 700 млн. грн., хоча згідно з кошторисом, затвердженим Радою НБУ, перевищення доходів над видатками Національного банку у 2002 р. не передбачено.

Підсумовуючи аналіз головних передумов переходу до монетарного режиму, заснованого на визначенні цільового показника інфляції, слід відзначити, що вони в Україні на даний момент практично відсутні. Більше того, за існуючих на сьогодні обставин перехід до зазначеної системи монетарного устрою цілком може мати негативні наслідки, оскільки запровадження нових відносин у грошово-кредитній сфері може вступити у конфлікт із чинними відносинами інших секторів економіки. Це може призвести, з одного боку, до погіршення стану інших секторів через порушення усталених зв'язків з грошово-кредитною сферою. З іншого боку, ситуація в інших секторах за такого розвитку подій може зумовити неможливість виконання Національним банком проголошеного цільового показника інфляції, що призведе до втрати довіри громадськості до грошово-кредитної політики та негативно позначиться на стабільності національної валюти.