

## **ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМКИ РОЗВИТКУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ**

*У статті обґрунтовано, що система інфляційного таргетування не є закінченою структурою, а скоріше, трансформаційним процесом до інших форм регулювання фінансової сфери та впливу на економіку з боку центрального банку. Основними напрямками такої еволюції має бути підвищення транспарентності та підзвітності, зростання гнучкості системи інфляційного таргетування, вдосконалення механізму монетарної трансмісії, систем аналізу та прогнозу, а також поліпшення статистичного визначення цільового параметра монетарної політики.*

*Ключові слова: інфляція, інфляційне таргетування, прогноз інфляції, макроекономічний прогноз, монетарні режими, центральний банк.*

**Постановка проблеми.** За останні майже 20 років більше 30 країн світу запровадили та з різним ступенем успіху здійснюють інфляційне таргетування. Спираючись на їх досвід та практику, ми можемо передбачити напрями подальшої модернізації та розвитку цього монетарного режиму в умовах глобалізації світової економіки.

**Аналіз останніх досліджень.** Найвагоміші теоретичні підходи та практичні результати досліджень стосовно створення умов для забезпечення стійкого економічного зростання економіки України, а також контролювання інфляційних процесів в умовах зростаючого руху капіталу та розширення міжнародної торгівлі, визначення оптимального рівня інфляції для України містяться в роботах таких відомих українських вчених: В. Геєця, В. Стельмаха, А. Даниленка, Б. Кваснюка, А. Гальчинського, М. Савлука, І. Бураковського, І. Крючкової, В. Найдюнова, А. Гриценка, С. Корабліна, Є. Савельєва, М. Зверякова, А. Ревенка, Р. Піонтковського та інших.

Вивченню теоретичних і методологічних засад причин виникнення і сутності інфляції, розробленням практичних рекомендацій її контролювання присвячено наукові праці відомих зарубіжних вчених: Б. Бернанке, А. Бліндера, А. Гоша, С. Гудхарта, Б. Ейсенгринна, О. Іссинга, Г. Кальво, Дж. М. Кейнса, В. Корбо, М. Кинга, Р. Лукаса, Р. Манделла, Г. Манківа, Б. МакКаллума, Ф. Мішкина, В. Пула, Дж. Тобина, Л. Свенссона, Е. Фелпса, С. Фішера, М. Фрідмана, К. Шмідт-Хеббеля та інших.

Створенню умов для забезпечення стійкого економічного зростання економіки України, контролюванню інфляційних процесів в умовах зростаючого руху капіталу та розширення міжнародної торгівлі, а також визначенню оптимального рівня інфляції для України присвячено роботи вітчизняних учених і фінансистів-практиків: Ю. Бажала, А. Барановського, І. Бураковського, А. Гальчинського, В. Геєця, Н. Гребеник, А. Гриценка, А. Даниленка, М. Зверякова, Б. Кваснюка, С. Корабліна, І. Крючкової, С. Науменкової, Є. Савельєва, І. Лютого, В. Міщенко, А. Мороза,

В. Найдьонова, Р. Піонтковського, А. Ревенка, М. Савлука, В. Сіденка, М. Скрипніченко, В. Стельмаха, Н. Шелудько та інших.

**Мета статті** – спираючись на найкращі підходи відомих українських та іноземних вчених, дати власне бачення перспективного розвитку інфляційного таргетування у світі та в Україні.

**Не вирішені раніше частини проблеми.** На нашу думку, незважаючи на вражаючі досягнення більшості центральних банків у сфері інфляційного таргетування, зберігається значний простір для його подальшого удосконалення.

Вважаємо, що прогрес йтиме за такими напрямками:

- встановлення більшої гнучкості режиму для отримання більшої узгодженості між досягненням визначеної інфляційної мети в довгостроковому періоді та забезпеченням стабілізації коливань розриву ВВП у короткостроковому періоді;
- удосконалення прогнозування як розвитку інфляції, так і всіх змінних реального сектора економіки;
- покращення вимірювання інфляції та інших змінних реального сектора економіки;
- посилення заходів із забезпечення фінансової стабільності щодо подальшого розвитку інфляційного таргетування;
- посилення транспарентності і якості комунікацій центрального банку з бізнесом та громадськістю;
- удосконалення процесу прийняття рішень в частині побудови макроекономічних прогнозів центрального банку на основі його власного прогнозу щодо траєкторії відсоткової ставки;
- підвищення відповідальності за результати монетарної політики.

**Виклад основного матеріалу.** Розглянемо кожен із названих напрямів.

*Встановлення більшої гнучкості режиму для отримання більшої узгодженості між досягненням визначеної інфляційної мети в довгостроковому періоді та забезпеченням стабілізації коливань розриву ВВП у короткостроковому періоді.* Тобто, йдеться про те, що центральний банк, використовуючи інструменти монетарної політики, зокрема ключову процентну ставку, разом із досягненням довгострокової мети з інфляції намагається стабілізувати бізнес-цикли економічного зростання у більш короткостроковому періоді, зокрема, за рахунок подовження горизонту досягнення інфляційної мети. Дані таблиці 1 ілюструють зміни саме у гнучкості інфляційного таргетування в деяких економічно розвинутих країнах.

## Зростання гнучкості устроїв таргетування інфляції

| Країна         | Горизонт політики                                                                                                                                                      |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Нова Зеландія  | Угода про таргети політики між Міністром фінансів і Керуючим акцентує на середньостроковій характеристиці таргету                                                      |
| Великобританія | Інфляційна мета спочатку встановлювалася на період функціонування діючого складу Парламенту, але в подальшому формулюється як орієнтир на середньострокову перспективу |
| Швеція         | Горизонт політики змінився від 1-2 до 2 років                                                                                                                          |
| Австралія      | Горизонт завжди розглядався як середньостроковий, але, починаючи з 1996 року, зазначається, що інфляційні таргети мають виконуватися “в середньому протягом циклу”     |
| Норвегія       | У 2004 р. початковий дворічний горизонт досягнення таргету замінено на “прийнятний часовий горизонт, як правило, 1-3 роки”                                             |

Джерело: [1].

Формулювання цільової функції для монетарної політики як лінійної комбінації двох цілей (як правило, із нерівними вагами), а саме розриву між прогнозним та цільовим показниками інфляції і розривом між поточним та потенційним випуском, отримало назву “*гнучкого*” *інфляційного таргетування*.

Втім, центральні банки, які проголошують, що вони є таргетерами інфляції, але дотримуються саме гнучкого інфляційного таргетування, на відміну від чистих інфляційних таргетерів, є менш прозорими, а їх монетарна політика є менш передбачуваною. Ступінь непередбачуваності та непрозорості монетарної політики стосовно забезпечення цінової стабільності зростає пропорційно ваговому коефіцієнту  $\alpha_2$  при розриві випуску у цільовій функції:

$$\alpha_1(\pi^* - \pi^f) + \alpha_2(y^* - y^f),$$

де  $\alpha_1, \alpha_2$  – вагові коефіцієнти ( $\alpha_1 + \alpha_2 = 1$ );

$\pi^*$  – цільовий показник інфляції;

$\pi^f$  – прогноз інфляції;

$y^*$  – потенціальний випуск;

$y^f$  – прогноз випуску.

Тому перспективним напрямком розвитку стає підсилення “гнучкості”, або, іншими словами, зростання величини вагового коефіцієнта при іншій компоненті, відмінній від інфляції, при незменшенні ступеня прозорості та передбачуваності монетарної політики.

Як визначає Свенссон [4], цю невизначеність можна скоротити, ввівши специфікацію експліцитної міжчасової функції операційної мети центрального банку. Вона роз'яснює просторові і часові переваги щодо рівнів і стабільності цільових змінних. Мається на увазі, що показуються відносні ваги інфляції та розриву ВВП у цільовій функції та відносні ваги результатів у різні часові проміжки.

Гнучке таргетування інфляції може бути описане умовною квадратичною функцією втрат:

$$L_t \equiv (\pi - \pi^*) + \lambda x_t^2, \quad (1)$$

- де  $L_t$  – втрати в періоді  $t$ ;  
 $\pi_t$  – інфляція в періоді  $t$ ;  
 $\pi^*$  – інфляційний таргет;  
 $x_t$  – розрив ВВП у періоді  $t$ ;  
 $\lambda > 0$  – питома вага стабілізації розриву ВВП порівняно зі стабілізацією інфляції.

Згідно зі Свенссоном центробанк може ставити за мету обмеження мінливості своєї відсоткової ставки або змін обмінного курсу. Для цього необхідно додатково ввести відповідні показники до функції втрат.

Тоді багатofакторна міжчасова функція втрат у періоді  $t$ , таким чином, може бути записана як [1]:

$$E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^\tau L_{t+\tau}, \quad (2)$$

- де  $E_t$  – очікування центрального банку на основі інформації, наявної в періоді  $t$ ;  
 $\delta$  – дисконтний фактор, що знаходиться в межах  $0 < \delta \leq 1$ .

У той час як періодична функція втрат і вага  $\lambda$  виражають вибір між волатильністю інфляції і розриву ВВП протягом певного періоду, міжчасова функція втрат і дисконтний фактор  $\delta$  виражають вибір між очікуваними втратами в різні періоди.

Детальніше ця тема розкрита в [1].

*Удосконалення прогнозування як розвитку інфляції, так і всіх змінних реального сектора економіки.* Оскільки, на відміну від інших монетарних режимів, інфляційне таргетування як проміжну мету монетарної політики використовує розрив між прогнозом інфляції та цільовим показником інфляції, то найважливішим елементом даного монетарного режиму є досконалий прогноз інфляції. Тому іншим визначенням інфляційного таргетування є “таргетування прогнозу інфляції”. При цьому важливо мати не дуже громіздку, мобільну та гнучку прогнозу модель основних макроекономічних показників.

Першим ключовим елементом такої моделі має бути прогноз розриву ВВП, що характеризує вплив на інфляцію з боку попиту.

Другий – визначення ефекту передачі (*pass through effect*) на інфляцію від зміни обмінного курсу. При переході до інфляційного таргетування ця проблема виходить на перший план, коли обмінний курс поступово стає вільно плаваючим в умовах відкритості економіки та значних коливань обмінних курсів на світових фінансових ринках.

*Покращення вимірювання інфляції як цільового показника монетарної політики.* Вимірювання інфляції є одним із найважливіших елементів у конструкції системи інфляційного таргетування. Навіть при досконалому механізмові досягнення цільового показника результат для економіки може бути незадовільним, якщо вимірювання інфляції є недосконалим. Не зупиняючись зараз на аналізі різних концептуальних підходів до розв’язання цієї проблеми, відзначимо, що ключовим напрямом має бути вдосконалення елементів, які точно вимірюють вартість життєвих стандартів. Другим напрямом досліджень у вимірюванні інфляції повинно стати включення до цільового показника елементів цін на нерухомість та основних фінансових активів. Це посилюватиме роль центрального банку у запобіганні виникнення “бульбашок” на ринку нерухомості та фінансових ринках. Третій напрям – вилучення найволатильніших елементів з комплексного показника інфляції без суттєвої втрати репрезентативності. Тобто, забезпечення певної конвергенції індексів загальної та базової інфляції як цільового показника монетарної політики.

*Посилення заходів щодо забезпечення фінансової стабільності для подальшого розвитку інфляційного таргетування.* Успіх у проведенні інфляційного таргетування залежить від забезпечення фінансової стабільності у широкому сенсі. Будь-яка фінансова нестабільність впливатиме *ceteris paribus* на зростання інфляційних очікувань і, відповідно, на зростання інфляції понад рівень цільового показника.

Ціни на нерухомість та зростання кредиту приватного сектора впливають на споживання та інвестиції в житлове будівництво. Швидке зростання цін на активи та зростання боргових зобов’язань підвищують ризик фінансової нестабільності. Для пом’якшення ризику в таких ситуаціях доцільним є подовження часового горизонту для досягнення цільового показника інфляції. Отже, потрібна більш жорстка монетарна політика. Однак це призводитиме до зменшення темпів економічного зростання. Тому вважаємо, що вищевказане не повинно бути основним інструментом забезпечення фінансової стабільності. Розв’язання цих проблем міститься переважно в площині посилення та вдосконалення банківського нагляду та регулювання, а також у регулятивних заходах щодо споживчого кредитування та регулювання на фінансових ринках.

*Посилення транспарентності і якості комунікації центрального банку з бізнесом та громадськістю.* Перспективним напрямом розвитку інфляційного таргетування є суттєве підвищення прозорості монетарної політики та комунікацій. Це, передусім, обумовлюється намаганням центральних банків –

таргетерів інфляції – підвищити довіру і, як наслідок, до кращого “заякорення” інфляційних очікувань. Відповідно до цього центральні банки повинні мати вищу підзвітність при зростанні їх незалежності. Слід виділити два основні аспекти розвитку комунікації та прозорості.

Перший – це сутність інформації, яка надається, та яка має, зокрема, містити в собі цілі монетарної політики, аналіз поточного розвитку та оцінки його на перспективу, а також основи стратегії монетарної політики.

Другий – це засоби подання такої інформації, які, зокрема, враховують звіти з монетарної політики, виступи офіційних представників центрального банку в парламенті, перед бізнесом та мас-медіа та оприлюднення протоколів дебатів стосовно змін у монетарній політиці. Це також повинно враховувати процедуру пояснення громадськості можливих відхилень прогнозу.

*Удосконалення процесу прийняття рішень в частині побудови макроекономічних прогнозів центрального банку на основі його власного прогнозу щодо траєкторії відсоткової ставки [1].*

Сьогодні більшість центральних банків не оголошують майбутню траєкторію політики для суспільства та бізнесу. Всі банки лише проголошують *ex post* рішення щодо поточних ставок. Водночас окремі центральні банки інформують суспільство, зокрема через інфляційний звіт або прес-релізи та прес-конференції про те, яку політику вони планують проводити в майбутньому. Але ця інформація не містить кількісних оцінок траєкторії процентної ставки. Проте явно чи неявно це рішення є планом щодо інструмента монетарної політики. Оптимальний план щодо інструментальної ставки – це план, результатом якого є оптимальний прогноз цільової змінної – прогноз, що мінімізує міжчасову функцію втрат. Отже, центробанки мають бути більш конкретними, послідовними і прозорими щодо траєкторії відсоткових ставок. Оскільки рішення про відсоткову ставку – це насправді рішення про траєкторію відсоткової ставки, ряд вчених і практиків доводять, що краще визнавати це явно і надавати цю інформацію громадськості. Також при прийнятті рішень монетарної політики слід обговорювати не оптимальну ставку в певний момент часу, а оптимальну її траєкторію<sup>1</sup>.

Більшість центральних банків розробляють власні прогнози на основі припущення про незмінність власної відсоткової ставки. Але такі припущення, як правило, призводять до суттєвих відхилень прогнозів з інфляції та ВВП, тому що макроекономічні агенти у своїх прогнозах закладають змінні відсоткові ставки, а отже, будують власну стратегію поведінки, що відрізняється від оцінок центробанку. Побудова макропрогнозів центрального банку на основі ринкових очікувань (інформацію про очікування ринку щодо відсоткової ставки можна отримати з ринку ф'ючерсів, з часової структури відсоткових ставок або ж безпосередньо через

---

<sup>1</sup> Траєкторія політики – це послідовність поточного і майбутніх установок щодо інструментальної відсоткової ставки, яка, на думку центрального банку, відповідатиме досягненню його цілей. На цій траєкторії інструментальна ставка не буде постійною, а змінюватиметься відповідно до поточних та майбутніх економічних умов.

опитування) також може виявитися проблематичною, якщо план центробанку щодо відсоткової ставки істотно відрізняється від ринкового прогнозу. Ці проблеми можна вирішити шляхом здійснення центральним банком власного прогнозу відсоткової ставки.

Сьогодні три центральні банки – Швеції, Норвегії та Нової Зеландії – формулюють і оприлюднюють експліцитну траєкторію своїх відсоткових ставок, а з 2008 року до них приєдналася і Чехія. Траєкторія монетарної політики є наслідком поточного та очікуваного встановлення власної ключової ставки, яка, на думку політиків, щонайкраще сприяє досягненню цільових показників інфляції. Наприклад, якщо політики очікують зростання інфляційного тиску протягом наступного року-двох, вони, скоріше за все, впевнені у зростанні відсоткової ставки в наступні кілька кварталів. Але у більш загальному сенсі траєкторія може змінитися в міру отримання нових даних з економічної активності та інфляції.

Теоретично, якщо суспільство має доступ до тієї ж інформації, що і монетарна влада, про стан економіки і знає модель, за допомогою якої вона приймає рішення, центральний банк може оприлюднити правила прийняття рішення про інструмент політики. Але на практиці жоден центральний банк не зобов'язується слідувати експліцитному правилу щодо використання інструмента монетарної політики. За цих умов можливою альтернативою є визначення центральним банком прогнозованої траєкторії монетарної політики замість того, щоб очікувати, що фінансові ринки отримають її з цільової функції центрального банку чи інструментального правила.

Переваги оприлюднення експліцитної траєкторії політики є такими:

- 1) зростає можливість суспільства оцінювати відповідність планів щодо політики і цілей політики, що посилює відповідальність центрального банку;
- 2) демонструє зобов'язання тих, хто приймає рішення, щодо виконання мети в довгостроковому періоді. Наприклад, якщо центральний банк оголошує зобов'язання знизити інфляцію з неприйнятно високого рівня, це зобов'язання буде користуватися більшою довірою, якщо він одночасно оголосить траєкторію інструментальної ставки, що відповідає досягненню цього рівня. Це сприятиме закріпленню довгострокових інфляційних очікувань, тому тимчасові шоки інфляції менше враховуватимуться при встановленні зарплат і цін;
- 3) допомагає учасникам фінансових ринків більш ефективно оцінювати активи, що призведе до меншої волатильності їх цін;
- 4) збільшує вплив центрального банку на довгострокові відсоткові ставки. Наприклад, якщо центробанк оголошує намір підтримувати інструментальну ставку на вищому рівні протягом тривалішого періоду часу, ніж очікують в даний момент фінансові ринки, то середньо- та довгострокові ставки будуть вищими, ніж тоді, коли б центральний банк оголосив лише поточну ставку за своїми операціями. Отже, комунікація щодо майбутньої ставки покращує ефективність монетарної політики,

посилуючи і прискорюючи вплив на середньо- та довгострокові відсоткові ставки [3].

Звичайно, існують і недоліки, основними серед яких є такі:

- 1) фінансові ринки можуть сприйняти це як зобов'язання центрального банку, і відхід від оголошеної траєкторії внаслідок зміни економічної ситуації може підірвати довіру до монетарної політики. Цю проблему, як засвідчує досвід трьох названих вище банків, можна легко вирішити, даючи відповідні роз'яснення;
- 2) оголошення траєкторії політики може стимулювати центральний банк менше змінювати політику у відповідь на надходження нової інформації, щоб не підірвати довіру, що призведе до неоптимальної політики. Це особливо стосується ситуації, коли виникає потреба змінити напрям траєкторії – наприклад, з пониження до підвищення. У цьому разі виникає ризик, що фінансові ринки відреагують надмірною волатильністю на такий відхід від оголошеної траєкторії.

Отже, використовуючи економічну модель, центральний банк може формулювати майбутню траєкторію відсоткової ставки виходячи з оптимізації цільової функції монетарної політики. Ця траєкторія відсоткової ставки може повідомлятися суспільству непрямо, а через надання детальної інформації про цільову функцію й економічну модель, або шляхом надання детальної інформації про інструментальне правило монетарної політики і прогнози цільових змінних. Альтернативним і більш практичним способом є оприлюднення безпосередньо прогнозу інструментальної ставки центрального банку на певний проміжок часу.

Оприлюднення траєкторії відсоткової ставки підвищує прозорість центрального банку, що є ще одним напрямом розвитку ключової умови інфляційного таргетування.

Формулювання та комунікації стосовно траєкторії монетарної політики зараз можна розглядати як наступний етап транспарентності монетарної політики. Траєкторія політики може формулюватися на основі використання економічної моделі, яка вибудовує траєкторію ставки політики, що оптимізує цільову функцію політики. Траєкторія може бути представлена імпліцитно: через детальну інформацію щодо цільової функції та економічної моделі або експліцитно: через інформацію щодо траєкторії ставки політики.

*Зростання відповідальності за результати монетарної політики.* У той час, як переважна більшість центральних банків у минулому не мала явних цілей з інфляції, а їхня діяльність була доволі секретною, парадигма інфляційного таргетування ґрунтується на прозорості монетарної політики та підзвітності центрального банку перед суспільством. Тому подальший рух до більшої прозорості та підзвітності є перспективним з точки зору посилення ініціатив центральних банків для досягнення стратегічних цілей. Проголошення та дотримання цілей, а також прозорість монетарної політики привертають увагу громадськості до монетарної політики та підвищують



довіру до неї. В окремих центральних банках – таргетерах інфляції – підзвітність є більш явною та закріплена певними законодавчими актами. Зокрема, у Новій Зеландії посада Голови Резервного банку фігурує у документі “Угода про політику таргетування”, за якою він може бути звільнений з посади у разі недотримання цільового показника інфляції. У Великій Британії Прем’єр-міністр зобов’язує банк Англії писати лист з поясненнями та пропонованими заходами політики у разі, якщо поточний рівень інфляції відхиляється від цільового показника більше, ніж на 1 відсотковий пункт. В інших окремих країнах керівництво центральних банків повинно проводити публічні слухання в парламентах, де розглядається монетарна політика. У більшості країн монетарна політика є суб’єктом кваліфікованого аналізу та публічних дискусій фахових незалежних експертів.

**Висновки.** Оцінки еволюції режиму інфляційного таргетування, на думку автора, доводять, що означена система не є закінченою структурою, а скоріше, трансформаційним процесом до інших форм регулювання фінансової сфери та впливу на економіку з боку центрального банку. Основними напрямками такої еволюції має бути підвищення транспарентності та підзвітності, зростання гнучкості системи інфляційного таргетування, вдосконалення механізму монетарної трансмісії, систем аналізу та прогнозу, а також поліпшення статистичного визначення цільового параметра монетарної політики.

### *Список літератури*

1. Гриценко, А. А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні [Текст] : наукова доповідь / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик. – К. : НАН України, Інститут економіки та прогнозування, 2008. – 272 с.
2. Петрик, О. І. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід та перспективи для України [Текст] : монографія / О. І. Петрик. – К. : НАН України, Інститут економіки та прогнозування ; Університет банківської справи НБУ, 2008. – 372 с.
3. Kahn, G. Communicating a Policy Path: The Next Frontier in Central bank Transparency? [Text] / G. Kahn // Federal Reserve Bank of Kansas City. – First Quarter. – 2007. – P. 30–32.
4. Svensson, L. How should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability? [Text] / L. Svensson // New Challenges for Monetary Policy: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – 1999. – P. 195–259.

### *Summary*

The article substantiates the idea that inflation targeting system is not an ultimate structure but rather a transformation process to other forms of financial sector regulation and central bank influence on the economy. The principal guidelines for such evolution are increased transparency and accountability, higher flexibility of inflation targeting system, improved mechanism of monetary transmission, better systems of analysis and forecasting as well as an upgraded statistical calculation of target parameter of monetary policy.

Отримано 05.12.2008