

**СТРАТЕГІЯ
ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ
В СИСТЕМІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ
ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ**

МОНОГРАФІЯ

Суми
ДВНЗ “УАБС НБУ”
2008

УДК 338.23:336.74

ББК 65.26

С83

Рекомендовано до друку вченою радою
Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”
протокол № 4 від 14.04.2008

Рецензенти:

доктор економічних наук, професор
Сумського державного університету
С.М. Ілляшенко;

доктор економічних наук, професор
Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”
С.М. Козьменко;

доктор економічних наук, професор
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка
В.Л. Осецький

С83 Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави [Текст] : монографія / М.І. Макаренко, І.І. Д’яконова, Ф.О. Журавка та ін. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 108 с.

ISBN 978-966-8958-24-3

У монографії висвітлені проблеми формування монетарної стратегії центрального банку держави, розкрито зміст, передумови та можливі наслідки запровадження стратегії інфляційного таргетування в Україні.

Видання призначене для студентів та аспірантів економічних спеціальностей, викладачів та науковців, а також усіх, хто зацікавлений проблематикою монетарного приборкання інфляції.

УДК 338.23:336.74

ББК 65.26

© Макаренко М.І., Д’яконова І.І., Журавка Ф.О. та ін., 2008
ISBN 978-966-8958-24-3 © ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”, 2008

ЗМІСТ

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1. МОНЕТАРНА СТРАТЕГІЯ В СИСТЕМІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ	
1.1. Монетарна стратегія, її сутність та визначальні риси.....	7
1.2. Класифікація стратегій монетарної політики.....	11
1.3. Монетарний устрій в Україні.....	15
РОЗДІЛ 2. НЕОБХІДНІСТЬ ТА ПЕРЕДУМОВИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ ЯК СТРАТЕГІЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ	
2.1. Цінова стабільність – пріоритетне завдання грошово-кредитної політики.....	22
2.2. Мінімізація інфляційних ризиків в Україні.....	27
2.3. Формування передумов переходу до інфляційного таргетування	34
РОЗДІЛ 3. РОЛЬ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ У ЗДІЙСНЕННІ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ	
3.1. Інфляційні канали у структурі монетарної трансмісії	39
3.2. Проблеми підвищення ефективності трансмісійного механізму в Україні	43
РОЗДІЛ 4. ВИБІР ОПТИМАЛЬНОГО РЕЖИМУ ОБМІННОГО КУРСУ ЗА УМОВ ПЕРЕХОДУ ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ	
4.1. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів	49
4.2. Проблемні аспекти запровадження механізму переходу до більшої гнучкості валютного курсу в Україні.....	56
РОЗДІЛ 5. ПРОБЛЕМИ ВЗАЄМОДІЇ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ТА УРЯДУ В ПРОЦЕСІ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ	
5.1. Координація заходів грошово-кредитної та фіскальної політики	67
5.2. Узгодження завдань бюджетної та боргової політики з інфляційними таргетами.....	70
5.3. Міжінституційна співпраця в реалізації інфляційного таргетування	74

РОЗДІЛ 6. ПРОБЛЕМИ КОМУНІКАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В КОНТЕКСТІ ПЕРСПЕКТИВ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ	
6.1. Транспарентність як складова ефективної комунікації центрального банку	77
6.2. Засади комунікаційної стратегії центрального банку на етапі переходу до інфляційного таргетування	80
6.3. Комунікаційна стратегія центрального банку на зрілому етапі таргетування інфляції	85
ВИСНОВКИ	96
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	98
ДОДАТКИ	105

ВСТУП

Грошово-кредитна політика є провідною ланкою в системі макроекономічного регулювання ринкової економіки. Однак механізм її формування та реалізації неоднаковий для країн із різним рівнем економічного розвитку та зрілості суспільних інститутів.

Від часу започаткування монетарного впливу на перебіг господарських процесів і до сьогодні грошово-кредитна політика пройшла низку етапів еволюції у своїй архітектоніці стосовно пріоритетів цільової функції, наявного інструментарію та конфігурації чинного монетарного устрою. Починаючи з найпростішої, емісійної функції із забезпечення економіки грошовою масою і закінчуючи застосуванням інструментів “тонкого налагодження” грошового ринку, – такий історично тривалий та змістовно насичений шлях пройшла монетарна політика центральних банків.

Водночас і сьогодні тривають метаморфози в підходах до організації механізму грошово-кредитного регулювання; не припиняється пошук оптимальних форм поєднання монетарних цілей, інструментів, способів їх взаємодії, часових горизонтів монетарної політики.

Істотний вплив на сучасні новації в монетарно-банківській сфері справляє фінансова глобалізація. Під її дією відбувається інституційно-функціональне зближення монетарних стратегій різних країн світу, уніфікується підхід до вибору пріоритетних завдань та методів їх досягнення центральними банками, посилюється роль наднаціонального регулювання глобального грошово-кредитного ринку з боку міжнародних валютно-фінансових інституцій.

Представники монетарної влади України останнім часом все пильніше приглядаються до новітнього устрою грошово-кредитної політики – інфляційного таргетування, яке понад півтора десятиліття тому стало запроваджуватись центральними банками ряду країн у практику здійснення грошово-кредитного регулювання. За таких умов цілком природним виявляється зростання інтересу науковців до аналізу теоретичних засад формування монетарних стратегій, вироблення методичних підходів до дослідження передумов запровадження, зарубіжного досвіду застосування та можливих макроекономічних наслідків функціонування нової стратегії в Україні.

Увазі читачів пропонується монографічне дослідження науковців кафедри міжнародної економіки Української академії банківської справи Національного банку України, присвячене стратегічному підходу до організації грошово-кредитної політики, виявленню

потенційних переваг та вад режиму таргетування інфляції. Окремі розділи монографії підготували:

- розділи 1, 2, вступ, висновки – доктор економічних наук, професор М.І. Макаренко;
- розділ 3 – Т.В. Медвідь;
- розділ 4 – кандидат економічних наук, доцент Ф.О. Журавка;
- розділ 5 – кандидат економічних наук, доцент І.І. Д'яконова;
- розділ 6 – кандидат економічних наук, доцент О.В. Костюк.

Звичайно, не всі аспекти багатогранної проблеми вдалося детально висвітлити в монографії, однак авторський колектив продовжує роботу над темою, поглиблено вивчаючи зарубіжний досвід інфляційного таргетування та мінливі вітчизняні макроекономічні умови щодо його можливого запровадження.

РОЗДІЛ 1

МОНЕТАРНА СТРАТЕГІЯ В СИСТЕМІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

1.1. МОНЕТАРНА СТРАТЕГІЯ, ЇЇ СУТНІСТЬ ТА ВИЗНАЧАЛЬНІ РИСИ

Грошово-кредитна політика останнім часом стала основним засобом макроекономічної стабілізації для більшості країн з розвинутою економікою, відтіснивши на другий план фіскальну та зовнішньоекономічну політику. З розвитком перехідних економік їхня виконавча влада також все частіше вдається до застосування монетарних заходів з метою забезпечення стабільності національної грошової одиниці, підтримки економічного зростання та загалом підвищення добробуту населення.

Еволюція механізму грошово-кредитної політики відбувається паралельно з розвитком парадигми державного регулювання економіки. За останню чверть минулого століття нормативна монетарна теорія в основному переорієнтувалась із кейнсіанських постулатів регулювання економіки на неокласичні з очевидним переважанням монетаристських підходів. Причин тому декілька. На адресу провідників грошово-кредитної політики стали звучати звинувачення в не своєчасній та неадекватній реакції на події в реальному та монетарному секторах, неврахуванні часових лагів при вжитті монетарних заходів та надміру дискреційному їх характері.

Ліберальна парадигма державного втручання в перебіг економічних процесів змусила й керівництво центральних банків пом'якшити свою активістську позицію щодо регулювання економіки. Теоретики неокласицизму наполягали на відсутності регулярних коливань кон'юнктури, не є винятком спорадичні шоки сукупної пропозиції, і підкреслювали необхідність переорієнтувати економічну політику з короткострокових заходів на тривалу стабілізаційну стратегію. У довгостроковому вимірі реальний обсяг виробництва і зайнятість перебувають на природному рівні і пропозиція грошей, підконтрольна центральному банку, залишається нейтральною щодо реальних макропоказників. Натомість спільна соціально-економічна природа грошей і цін робить найбільш доступною для монетарного впливу мету регулювання інфляції як макроекономічного явища.

Інший бік парадигмального зрушення в монетарній політиці стосується переходу від короткострокового до середньо- та довгострокового

впливу на мету регулювання. Кількамісячний лаг дії монетарних інструментів не дає змоги вчасно зреагувати на швидкоплинні економічні шоки. Тому для подолання міжчасової непослідовності виконавчої влади слід зосередитись на тривалих завданнях монетарної політики, не підвладних кон'юнктурним коливанням. Отже, у структурі грошово-кредитної політики на передній план вийшла її довгострокова складова – монетарна стратегія.

Фундаментальне видання Європейського центрального банку “The monetary policy of the ECB 2004” таким чином трактує поняття стратегії монетарної політики. Це – “...загальний підхід до поведінки монетарної політики ” [91, с. 114]. Стратегія монетарної політики Європейського центрального банку (ЄЦБ) містить у собі кількісне визначення первинної мети цінової стабільності та аналітичних рамок, заснованих на двох принципах – економічному і грошово-кредитному аналізі, які формують базис загальної оцінки ризиків щодо цінової стабільності Радою керівників ЄЦБ і її рішень з монетарної політики. Вона також забезпечує рамки для пояснення громадськості рішень у галузі монетарної політики.

Отже, стратегія монетарної політики характеризується такими особливостями.

По-перше, вона являє собою методологію формування й реалізації грошово-кредитної політики. Поточні заходи грошово-кредитного регулювання здійснюються в руслі довгострокових завдань, яким підпорядковується увесь наявний інструментарій монетарного впливу на економіку. Тактичні рішення монетарної влади за певних умов можуть іти врозріз із загальною монетарною стратегією, але їх підсумкове значення не повинне виходити за межі обраної стратегії.

По-друге, невід’ємною складовою монетарної стратегії є кінцева мета, на яку спрямована грошово-кредитна політика в середньо- і довгостроковій перспективі. Система цілей монетарного регулювання економіки має розгалужену структуру, однак для проведення ефективної політики слід зробити акцент на пріоритетних завданнях.

Усі завдання, що постають перед монетарною політикою, можна з певною мірою умовності розмежувати на три групи: стратегічні або кінцеві цілі, проміжні цілі та тактичні або оперативні (табл. 1.1). Серед них стратегічні цілі мають макроекономічний характер і є одночасно об’єктом регуляторного впливу всіх складових економічної політики держави. Іноді закони про центральні банки різних країн ставлять за мету більш далекосяжні завдання, як, наприклад, добробут суспільства чи процвітання нації, однак за своїм характером вони надто загальні, неконкретні.

Система цілей грошово-кредитної політики

Рівні цілей	Місце в системі регулювання економіки	Види цілей
Стратегічні	Є об'єктом досягнення як монетарного, так і фіскального, зовнішньоекономічного й інших видів регулювання	1) додатна динаміка реального ВВП на потенційному рівні; 2) підтримання повної зайнятості; 3) стабільність цін на рівні інерційної інфляції; 4) зовнішньоекономічна збалансованість
Проміжні	Перебувають у сфері безпосереднього впливу монетарної політики	1) динаміка пропозиції грошей у формі грошової маси та монетарної бази; 2) ринкова ставка процента; 3) обмінний курс національної грошової одиниці
Тактичні	Є оперативними завданнями й одночасно засобами досягнення проміжних цілей	1) обсяг операцій на відкритому ринку цінних паперів; 2) норма резервних вимог; 3) рівень облікової ставки процента; 4) обсяг рефінансування банків; 5) обсяг валютних інтервенцій

Внаслідок спорідненої соціально-економічної природи грошей і цін найбільш чутливою для грошово-кредитної дії залишається цінова динаміка. Інші стратегічні завдання не мають прямих каналів монетарного впливу і перебувають лише під опосередкованою їх дією. Зокрема, важливий для добробуту населення показник динаміки ВВП є залежним від грошово-кредитної політики здебільшого у вартісному виразі, тоді як суспільно значущим залишається зростання його в натуральній формі. Інакше кажучи, реальний обсяг виробництва постає слабко керованою величиною з боку монетарного регулювання.

По-третє, на основі грошового та загальноекономічного аналізу *ex post* та *ex ante* визначаються відхилення прогнозного макропоказника від цільового орієнтира, імовірність яких оцінюється системою ризиків. Якщо, скажімо, таким орієнтиром є певний річний темп інфляції, то за допомогою якісного аналізу визначаються внутрішні та зовнішні загрози ціновій стабільності, а кількісна їх оцінка дається через економіко-математичне моделювання очікуваної ситуації і утворює систему ймовірних ризиків.

По-четверте, успіх монетарної стратегії значною мірою залежить від такого соціально-психологічного фактора, як довіра суспільства до

монетарної влади, впевненість в обґрунтованості її рішень та неприпустимості ошукання суб'єктів економіки у формі недотримання задекларованого цільового показника, несподіваної зміни, наприклад, регульованого обмінного курсу чи інших непередбачуваних дій. Тому непересічного значення набуває прозорість монетарної політики, що реалізується центральним банком.

Навівши основні риси монетарної стратегії, слід з'ясувати її зв'язок з грошово-кредитною політикою. Загалом у характері грошово-кредитної політики можна виділити два рівні – короткостроковий або тактичний і тривалий або стратегічний (рис. 1.1). Тактичні рішення монетарної влади підпорядковуються загальній стратегії, оформленій і вигляді середньо- чи довгострокової програми дій, де визначені пріоритетні цілі, наведені проміжні й тактичні завдання на розв'язання неочікуваних шоків пропозиції в реальному секторі та викликаних ними шоків грошового попиту.

Окремо зазначимо особливості категоріального обороту щодо терміна “монетарна стратегія”. Європейська офіційна монетарно-банківська лексика містить здебільшого термін “монетарна стратегія” (“monetary strategy”), який широко використовується Правлінням та іншими підрозділами ЄЦБ в аналітичних та інструктивних документах. Синонімічне значення має вираз “стратегія монетарної політики” (strategy of monetary policy). Разом з тим під монетарною стратегією також мають на увазі середньо- чи довгострокову програму розвитку монетарно-банківської сфери.

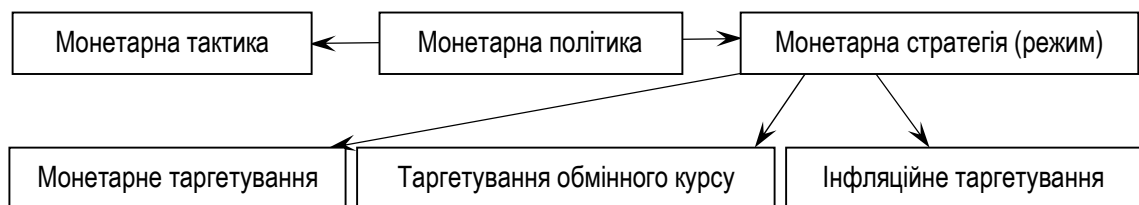


Рис. 1.1. Місце монетарної стратегії в системі грошово-кредитного регулювання

Штат Міжнародного валютного фонду (МВФ) та Федеральної резервної системи США (ФРС) частіше використовує термін “монетарний режим” (“monetary regime”). Наукова громадськість Європи та США припускає паралельний оборот обох понять, практично ставлячи між ними знак рівності. У вітчизняній монетарній лексиці функціонує на паритетних засадах поряд з попередніми термінами також вираз “монетарний устрій”, який, на нашу думку, прижився серед науковців і практиків і без обмежень функціонує у їх колі.

Отже, стратегія монетарної політики – це метод довгострокової дії, на підставі якого приймаються рішення щодо інструментів, котрі слід використовувати для досягнення поставленої мети. Вона характеризує спосіб, у який центральний банк використовує інструменти монетарної політики для реалізації її цілей та описує процедури прийняття відповідних рішень. Монетарна стратегія є не просто методикою внутрішнього аналізу центральним банком економічних і монетарних параметрів, але й побудовою взаємодії з політикою уряду і комунікації центрального банку із суспільством з метою впливу на споживчі очікування. Монетарна стратегія – це важливий новітній монетарний інститут, який викристалізувався у процесі еволюції грошово-кредитної системи. Її формування передбачає декларування стратегічних (кінцевих) цілей, обрання проміжних цілей, реалізацію механізмів прогнозування, створення операційного середовища (наявність кола інструментів), обрання індикаторів (змінних), які забезпечуватимуть монетарну владу корисною інформацією щодо впливу на грошовий ринок, розробку комунікаційної стратегії щодо операторів ринкового середовища [19, с. 136].

1.2. КЛАСИФІКАЦІЯ СТРАТЕГІЙ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

У світовій практиці широкого застосування набули три основні монетарні стратегії з використанням проміжних цілей залежно від показника, що обирається як цільовий орієнтир (номінальний якір): таргетування обмінного курсу, монетарне таргетування, безпосереднє таргетування інфляції.

За визначенням фахівців Європейського центрального банку, таргетування обмінного курсу – це “стратегія монетарної політики, прагнення до визначеного (зазвичай стійкого або навіть фіксованого) обмінного курсу відносно іншої валюти чи групи валют” [91, с. 113].

Фіксація валютного курсу має довгу історію, яка почалася ще за системи золотого стандарту. Прив’язка до твердої валюти країни з нижчим темпом інфляції (наприклад, через режим повзучої прив’язки) дає змогу поступово девальвувати національну валюту щодо валюти прив’язки, щоб наблизити внутрішній рівень інфляції до рівня інфляції у країні прив’язки. Ця стратегія знижує інфляційні очікування населення і підприємців та є цілком зрозумілою для сприйняття громадськістю.

Водночас таргетування обмінного курсу має низку істотних недоліків:

- неможливо проводити суверенну грошово-кредитну політику в умовах лібералізованого ринку капіталів;

- є небезпека спекулятивних атак, пов'язана з випробуванням “на міцність” фіксованого курсу;
- вразливими є валютні резерви центрального банку;
- стає неможливим використовувати валютний курс як інструмент регулювання платіжного балансу.

Найжорсткішою формою таргетування обмінного курсу є режим валютного правління (currency board), коли монетарна база на 100 і більше відсотків має покриватися валютними резервами.

На різних стадіях трансформації перехідної економіки центральні банки використовують певні модифікації курсового таргетування залежно від рівня відкритості внутрішньої економіки та стабільності національної валюти.

Дещо іншу архітектуру має стратегія монетарного таргетування. Монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів чи монетарної бази) – стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на підтримку цінової стабільності, зосереджена на відхиленнях зростання кількості грошей від наперед оголошеної мети [91, с. 115].

Монетарне таргетування переважно використовують у країнах зі стабільними валютами, де таргетування обмінного курсу є недоцільним.

На відміну від попереднього механізму, воно дає змогу обирати власні інфляційні цілі (без прив'язки) та гнучкіше реагувати на коливання ВВП. Грошові агрегати, особливо вузькі (монетарна база), найлегше контролювати центральному банку. Головне обмеження цієї стратегії полягає в тому, що повинен існувати стійкий зв'язок між основними змінними параметрами (якщо швидкість обертання є нестабільною, монетарне таргетування не спрацьовує).

Монетарне таргетування являє собою визначення верхніх та нижніх меж зміни обсягу грошової маси у певному періоді. Цільові орієнтири на приріст грошової маси почали застосовуватись у 70-х роках ХХ ст. у зв'язку з посиленням інфляційних процесів, а також запровадженням режиму плаваючих валютних курсів, який послабив вплив зовнішніх факторів на динаміку грошової маси. З 1975 р. цільові орієнтири динаміки грошової маси стали встановлювати у США, з 1976 р. – у Франції, з 1977 р. – у Великобританії та Японії.

Важливе значення для ефективного регулювання динаміки грошової маси за допомогою монетарних таргетів має порядок їх встановлення – чи у формі контрольних точок (Франція), або числового інтервалу (США), або прогнозного значення (Японія).

У різних країнах таргети встановлюються на неоднакові строки: у Великобританії найбільш доцільним був визнаний однорічний строк

грошового таргетування, що розглядається як оптимальний для можливого взаємопогашення коливань процентних ставок, які періодично виникають; в Японії результати очікуваного зростання цільового грошового агрегату публікуються щоквартально; в Італії таргети встановлюються строком на один місяць з урахуванням сезонних та деяких інших тимчасово діючих факторів.

Вибір показників, що використовуються як об'єкти таргетування, залежить від стратегічних цілей монетарної політики, тенденцій розвитку грошово-кредитної сфери, інструментів регулювання, що забезпечують виконання визначених орієнтирів або мінімізацію відхилень від них. Так, агрегат М1 асоціюється з купівельною спроможністю фізичних осіб. Більш широкі грошові агрегати М2 та М3 складаються з фінансових активів, які не можуть бути використані негайно. Залежно від того, що має на меті центральний банк, – лише зниження темпів інфляції чи досягнення економічного зростання, для таргетування обирається той чи інший агрегат. Наприклад, у Великобританії встановлюються таргети “широкої грошової маси” за широким колом показників. На початку 80-х років ХХ ст. у зв'язку з прийняттям антиінфляційної середньострокової фінансової стратегії Банк Англії поставив собі завдання зменшення обсягів грошової маси, а також скорочення державних запозичень для фінансування державного бюджету. Вирішення таких нерівнозначних завдань вимагало обрання адекватного грошового агрегату для таргетування. Таким було визнано М3, що містить всі елементи, впливаючи на розвиток інфляційного процесу, і одночасно пов'язаний з фіскальною політикою шляхом включення зобов'язань державного сектора [49, с. 85].

У Німеччині монетарні таргети встановлювались на більш “вужьку” грошову масу. Як цільовий орієнтир Бундесбанк брав спеціальний агрегат, який названо “Гроші Центрального банку” (ГЦБ). За складом цей агрегат наближався до М1. ГЦБ охоплював готівку, депозити до запитання та мінімальні резерви комерційних банків, депоновані у центральному банку. Норма мінімальних резервних вимог калькулювалась на базі розроблених коефіцієнтів, що відбивають різні види банківських зобов'язань з урахуванням їх неоднакової ліквідності. Головною перевагою використання ГЦБ стало те, що Бундесбанку надавалась можливість простежити свій власний вклад у створення грошової маси [49, с. 85].

У США тривалий час як цільовий орієнтир використовувався грошовий агрегат М1, який, на думку ФРС, найбільш влучно характеризував динаміку розміру грошової маси. З 1979 р. ФРС перейшла

до встановлення цільових орієнтирів також на M2 і M3, а в 1991 році повністю відмовилась від таргетування грошей [49, с. 85].

Іншими факторами успішного монетарного таргетування є надійний контролюючий апарат і серйозна настроєність центробанку та контроль економічної та монетарної влади за інфляцією.

Встановлення монетарних цілей у США, Канаді та Великобританії протягом розглянутого вище періоду не мало успіху саме через несерйозне сприйняття цільових монетарних орієнтирів: постійно втрачався зв'язок між цільовими змінними показників інфляції, виробництва і грошових агрегатів. Натомість понад 20-річний успіх монетарного таргетування у ФРН і Швейцарії пояснюється відмовою від класичної фрідманівської формули паралельного зростання ВВП і грошової маси. В Німеччині використовувався метод комунікації – дохідливе роз'яснення громадськості стратегії монетарної політики. Цей метод базувався на довгострокових розрахунках і жорсткому контролю за інфляцією. Хоча показників удавалося досягнути не завжди, монетарне таргетування у Швейцарії та Німеччині значно сприяло підвищенню прозорості діяльності центральних банків цих країн.

Отже, необхідність використання цільового орієнтира кількості грошей в обігу зараз не береться під сумнів у жодній країні та в провідних міжнародних фінансово-кредитних установах. Разом з тим результати встановлення таргетів на приріст грошової маси оцінюються неоднозначно, оскільки бажаної чіткої кореляції між грошовим таргетуванням та загальними результатами розвитку економіки не простежується.

Зважаючи на недоліки двох попередніх стратегій, центральні банки ряду країн все пильніше приглядаються до режиму прямого, не опосередкованого приростом грошової маси, таргетування інфляції.

Поняття інфляційного таргетування ЄЦБ визначає таким чином: це "...стратегія монетарної політики, націленість на підтримку стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети" [91, с. 113].

Таргетування інфляції порівняно з іншими стратегіями включає досить складні з технічної точки зору процедури. Головною передумовою цього режиму є достатня незалежність центрального банку у питаннях розробки монетарної політики, визначення кінцевих, проміжних, оперативних цілей та інструментів їх досягнення.

За цього режиму країна відмовляється від традиційної диференціації цілей на кінцеві та проміжні, оскільки динаміка загального рівня цін як кінцева мета стратегії водночас стає проміжним завданням політики.

На відміну від таргетування обмінного курсу, таргетування інфляції дає змогу сконцентрувати монетарну політику на вирішенні внутрішніх питань (реагувати на внутрішні шоки).

На відміну від монетарного таргетування, контроль за інфляційною метою потребує проведення поточного аналізу значно більшої кількості індикаторів.

Встановлення “відкритого” цільового показника у сфері інфляції робить політику центрального банку прозорішою, підвищує довіру до нього, послаблює прояви “міжчасової неузгодженості” рішень монетарної влади.

У разі зниження інфляції нижче цільового рівня (і відповідно зменшення агрегованого попиту на гроші) центральний банк може пом’якшити свою політику, не наражаючись на ризик інфляційних очікувань.

Інший елемент, що надає гнучкості режиму таргетування інфляції, – дозволене відхилення від цільових параметрів під час шоків пропозиції. Індекс цін, який лежить в основі офіційного цільового показника, часто не включає ціни на харчові продукти й енергоносії, зміни непрямих податків і безпосереднього впливу відсоткових ставок. Тому під час шоку попиту чи пропозиції центробанк може відхилитися від запланованої політики, обґрунтовуючи цей крок перед громадськістю. Деякі країни (Нова Зеландія, Чехія) закріплюють у своїх законодавствах форс-мажорні умови на цей випадок, що дає змогу виправдати такі відхилення і навіть практикувати їх на умовах *ad hoc*.

Отже, інфляційне таргетування являє собою вищий ступінь розвитку стратегічного регулювання економіки з боку центрального банку, сприяє макроекономічній стабілізації та потребує відповідних передумов монетарного, загальноекономічного та інституційного характеру.

1.3. МОНЕТАРНИЙ УСТРІЙ В УКРАЇНІ

За порівняно нетривалий період незалежності української держави відбулося формування певної моделі грошово-кредитної політики з її пріоритетами та механізмом реалізації поставлених цілей.

На початковому етапі ставилось завдання сформувати банківську систему ринкового типу та адекватний перехідним умовам інструментарій грошово-кредитної політики. Новостворений Національний банк України вбачав своє основне завдання в задоволенні попиту суб’єктів господарювання в ліквідних коштах власної емісії, оволодінні найпростішими прийомами управління монетарною сферою. Відмінною рисою тодішньої діяльності НБУ була підпорядкованість його політики

завданням кредитування уряду з метою фінансування дефіциту Державного бюджету, інституційна залежність від урядових рішень і, як наслідок, висока інфляція періоду ейфоричного розвитку країни та становлення її інститутів.

З введенням в обіг національної грошової одиниці – гривні – розпочався етап макроекономічної стабілізації, вагомим засобом якої стала грошово-кредитна політика Національного банку. З прийняттям у тому ж році Конституції України чітко окресленою виявилась основна мета діяльності НБУ – забезпечення стабільності національної грошової одиниці (ст. 99). Серед стабілізаційних завдань на першому плані стояло приборкання інфляції, темп якої на початку періоду дорівнював 39,7 % на рік. Спроможність протистояти потужним зовнішнім шокам була продемонстрована в 1998 р., коли необачна боргова політика вилилась у масову відмову інвесторів від купівлі облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) й істотно підірвала довіру до гривні, змусивши керівництво НБУ та уряд вдатись до непопулярних заходів на утримання курсової стабільності.

Протягом стабілізаційного етапу розвитку української економіки грошово-кредитна політика НБУ відзначалась багатоцільовим характером. Так, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 1999 рік виголошувались такі цілі [25]:

- досягнення макроекономічної стабілізації;
- дотримання нормативно передбачених темпів інфляції;
- забезпечення стабільності курсу національної валюти;
- досягнення врівноваженого платіжного балансу;
- створення умов для позитивних структурних зрушень;
- подолання кризових явищ в економіці.

Кількість поставлених завдань та неконкретність окремих з них свідчать про остаточну несформованість тодішнього монетарного устрою. Декларовані проміжні цілі у вигляді абсолютних розмірів та темпів приросту грошової маси і монетарної бази могли змінюватись протягом року залежно від поточної ситуації в економіці. Отже, вважати такий режим монетарним таргетуванням, очевидно, неможна, оскільки ні заздалегідь визначена грошова маса, ні ринкова процентна ставка не були кінцевими завданнями грошово-кредитної політики.

Щодо прогнозованого темпу інфляції, на досягнення якого також спрямовувалось грошово-кредитне регулювання, то він фактично не дотримувався, про що свідчать пізніші статистичні дані. У 1999 р. прогнозувався темп інфляції в межах 19 %, однак фактичне значення індексу споживчих цін виявилось дещо вищим і становило 19,2 %.

Жорстко регульований курс гривні утримувався на сталому рівні завдяки директивним заходам Національного банку, запровадженим у вересні 1998 р. Отже, монетарна політика, по суті, була двоспрямованою з імпліцитним переважанням мети підтримки стабільності обмінного курсу гривні щодо долара США.

З 2000 р. в Україні розпочалось зростання реального ВВП, і НБУ одночасно з політикою макроекономічної стабілізації все більше уваги став приділяти монетарній підтримці економічного зростання. Цьому сприяло також прийняття Закону України “Про Національний банк України”, де закріплювалась відносна самостійність центрального банку, визначалася сфера повноважень та відповідальності окремих його органів. Саме законодавчо визначене місце НБУ в системі виконавчої влади дало підстави Раді НБУ зазначити в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2000 рік таку позицію: “Національний банк України підтримуватиме економічну політику уряду за умови, що вона не загрожуватиме забезпеченню стабільності національної валюти” [26]. Таким чином, на сучасному етапі розвитку монетарно-банківської сфери НБУ почав функціонувати як інституційно відокремлений суб’єкт державного управління із чітко окресленим колом повноважень, що усвідомлює свою відповідальність за виконання законодавчо закріплених завдань.

Поряд з цим позиція Ради НБУ відзначалась деякою непевністю, подвійністю щодо проведення монетарної стратегії. Так, у 2001 р. при прийнятті Основних засад грошово-кредитної політики на наступний рік було задекларовано намір у перспективі перейти до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції; а також до політики, спрямованої на підтримання стабільності реального ефективного обмінного курсу, який враховуватиме динаміку співвідношення купівельної спроможності національної грошової одиниці з купівельною спроможністю валют основних торговельних партнерів [27]. Згодом такий підхід аналітики назвуть “розгорнутим таргетуванням”, де поруч співіснують дві мети грошово-кредитної політики – підтримання стабільності цін та обмінного курсу [5, с. 14]. Монетарна стратегія, заснована на подвійній позиції Національного банку, не може тривати довго, оскільки цільова невизначеність тягне за собою непрозорість владних рішень та недостатню відповідальність керівних органів за її здійснення. Отже, у фахових колах поширилась думка про необхідність переведення монетарної

політики НБУ в режим таргетування інфляції, який ставить на перший план внутрішньоекономічну цінову стабільність.

Цілком закономірне явище незавершеності у формуванні стратегії монетарної політики має своїм підґрунтям динамічні процеси зміни інституційного середовища, економічних та соціальних умов прийняття політичних рішень. Висока волатильність макроекономічних показників та недосконалість інструментарій їх прогнозування зумовили труднощі в технології визначення цільових орієнтирів грошово-кредитної політики, які беруться до уваги при розробці Основних засад грошово-кредитної політики. Як свідчить порівняльний аналіз прогнозних та фактичних показників розвитку української економіки за останні 7 років (табл. 1.2), Рада НБУ спиралась на слабо передбачувану динаміку показників розвитку реального сектора, які лежать в основі визначення майбутнього попиту на гроші. Зокрема, йдеться про:

- прогнозований обсяг номінального ВВП з року в рік недооцінювався експертами, що можна пояснити як надмірною обережністю передбачень, так і вигідністю для уряду перевищення фактичного обсягу над очікуваним, оскільки бюджетні надходження наступного року завдяки підвищеному фактичному ВВП виявлялись більшими, ніж це було закріплено в законі про бюджет, що давало змогу майже вільно розпоряджатись додатковими коштами;
- приблизно така ж картина спостерігається за показником зростання реального ВВП, щоправда, у 2005 р. його фактичне значення виявилось помітно нижчим за прогноз внаслідок скорочення інвестицій на початку року та несприятливої зовнішньоекономічної кон'юнктури для експортних галузей. Істотна недооцінка можливостей зростання економіки відзначалася лише в 2004 р., коли прогнозний показник становив 104,8, а фактичний – 112,1 %;
- прогнозовані цінові показники, здебільшого, також виявились недооціненими Міністерством економіки за винятком низькоінфляційного 2001 р. та дефляційного 2002 р. (очевидно, саме рівень інфляції останнього року дав підстави Раді НБУ говорити про приборкання інфляції та майбутнє запровадження її прямого таргетування);
- як свідчать порівняльні дані, дефіцит бюджету протягом аналізованого періоду залишався величиною, зумовленою не стільки реальним станом економіки, скільки політичними міркуваннями.

Таблиця 1.2

Макроекономічні показники, прийняті до розрахунку параметрів грошово-кредитної політики у 2000-2006 рр.*

Рік	Номінальний ВВП, млн. грн.	Реальний ВВП (темп зростання), %	Індекс споживчих цін (до грудня попереднього року), %	Індекс споживчих цін (середній), %	Дефіцит бюджету (відношення до ВВП), %
2000 р. за прогнозом	150 800	101,0	118,5	123,4	0
2000 р. фактично	170 070	105,9	125,8	128,2	0,67
2001 р. за прогнозом	190 000	104,0	115,4	119,5	0
2001 р. фактично	204 190	109,2	106,1	112,0	0,3
2002 р. за прогнозом	–	–	109,8	–	1,7
2002 р. фактично	225 810	105,2	99,4	100,8	0,74
2003 р. за прогнозом	–	–	106-107	–	0
2003 р. фактично	267 344	109,6	108,2	105,2	0,2
2004 р. за прогнозом	274 000	104,8	106,3	106,0	–
2004 р. фактично	345 113	112,1	112,3	109,0	3,2
2005 р. за прогнозом	387 300	108,6	106,2	107,0	–
2005 р. фактично	441 452	102,7	110,3	113,5	1,8
2006 р. за прогнозом	512 500	107,0	108,7	111,4	–
2006 р. фактично	537 667	107,1	111,6	109,1	0,7

*Фактичні показники наведені за даними Держкомстату України, прогнозні за 2000-2003 рр. – за матеріалами Основних засад грошово-кредитної політики, прогнозні на 2004-2006 рр. – за даними Кабінету Міністрів України.

Отже, за таких умов більш-менш точне передбачення обсягу грошового попиту навіть за наявності довершеної технології його прогнозування видається доволі проблематичним. Тому формування грошової пропозиції у двох формах – монетарної бази та грошової маси – здійснювалося з деякими відхиленнями від передбачуваних значень та інтервалів (табл. 1.3). У період 2000-2006 рр. фактична монетарна база зростала темпами вищими, ніж прогнозували фахівці НБУ, особливо на початку періоду (крім 2006 р., коли її приріст виявився несподівано низьким – 17,5 % проти прогнозованих 22-27 %). Щоправда, такі рестрикційні заходи не надто стримали інфляцію (її темп становив 11,6 %, що є одним з найвищих показників після 2000 р.). Разом з тим, досить волатильним показав себе грошовий мультиплікатор, адже грошова маса за вказаний рік зросла на 34,5 % проти прогнозованих 27-32 %.

**Параметри монетарних показників, використаних
при розробленні Основних засад грошово-кредитної політики
у 2000-2006 рр.***

Рік	Монетарна база		Грошова маса		Обмінний курс гривні (середній за період) щодо долара США, грн.
	млн. грн.	приріст, %	млн. грн.	приріст, %	
2000 р. за прогнозом	13 891	16,0	26 423	19,7	–
2000 р. фактично	16 780	40,0	32 252	46,1	5,44
2001 р. за прогнозом	17 924- 18 374	16,0-18,0	34 896- 35 753	18,0-20,0	–
2001 р. фактично	23 055	37,4	45 755	41,9	5,37
2002 р. за прогнозом	21 980- 22 600	11,0-13,0	46 490- 47 640	5,0-10,0	5,60
2002 р. фактично	30 808	33,6	64 870	41,8	5,33
2003 р. за прогнозом	30 400- 31 400	32,0-36,0	72 400- 78 700	22,0-27,0	5,33-5,46
2003 р. фактично	40 089	30,1	95 043	46,5	5,33
2004 р. за прогнозом	53 550- 57 750	26,0- 32,0	121 930- 132 755	32,0- 39,0	5,38-5,42
2004 р. фактично	53 763	34,1	125 801	32,4	5,32
2005 р. за прогнозом	72 640- 78 800	20,0- 26,0	186 130- 200 990	28,0- 33,0	5,27-5,33
2005 р. фактично	82 760	53,9	194 071	54,3	5,13
2006 р. за прогнозом	90 515- 97 640	22,0-27,0	223 675- 240 780	27,0-32,0	5,0-5,2
2006 р. фактично	97 214	17,5	261 063	34,5	5,05

*Прогнозні показники подано за матеріалами Основних засад грошово-кредитної політики, фактичні – за даними грошової і банківської статистики НБУ.

Обмінний курс гривні до долара як цільовий орієнтир монетарної політики також не завжди прогнозувався й дотримувався монетарною владою. Значна розбіжність спостерігалась у дефляційно-ревальваційному 2002 р., коли фактичний курс долара становив 5,33 грн., на відміну від очікуваного рівня у 5,60 грн. У сприятливому щодо економічного зростання та зовнішньоекономічної кон'юнктури 2004 р. відбулась теж істотна ревальвація гривні, незважаючи на досить широкий прогнозний коридор.

Таким чином, на сучасному етапі розвитку монетарно-банківської сфери України стратегія грошово-кредитної політики НБУ відзначається перехідним, остаточно неусталеним характером. З року в рік декларується мета підтримки стабільності національної грошової одиниці, до якої додаються окремі завдання залежно від поточного стану економіки та панівного спрямування політики економічної влади. Зважаючи на те, що грошова стабільність має два аспекти – внутрішній і зовнішній, Національний банк експліцитно виголошує одночасний вплив на динаміку загального рівня цін та обмінного курсу (в межах своїх можливостей), але імпліцитно дотримується стратегії таргетування обмінного курсу.

РОЗДІЛ 2

НЕОБХІДНІСТЬ ТА ПЕРЕДУМОВИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ ЯК СТРАТЕГІЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

2.1. ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ – ПРІОРИТЕТНЕ ЗАВДАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

Інфляція є однією з форм макроекономічної нестабільності ринкового механізму регулювання економіки. Її вплив на перебіг економічних процесів загальновідомий. Тому приборкання інфляції є важливим завданням грошово-кредитної політики, адже чим вищі темпи зростання цін, тим швидше втрачає купівельну спроможність національна грошова одиниця.

Для сталого економічного розвитку країни несприятливою є не інфляція взагалі, а її темп. Галопуюча інфляція та гіперінфляція справляють деструктивну дію на умови суспільного відтворення, тому загальноновизнаною є потреба її стримування, насамперед монетарними засобами. Проте й дефляція служить ознакою стагнаційних явищ в економіці, хоча при ній купівельна спроможність грошової одиниці підвищується. Тому цінова стабільність розглядається як інерційна інфляція на рівні 1-3 %, яка супроводжує природні процеси здороження товарів і послуг під впливом асортиментних зрушень, їх оновлення та підвищення якості.

Інфляційні процеси протікають з неоднаковою швидкістю в різних групах країн, а отже, мають різні наслідки для економіки та своєрідні методи грошово-кредитного регулювання (табл. 2.1). У розвинутих країнах, наприклад, річна інфляція вища за 3 %, служить індикатором циклічного “перегрівання”, надвисокого інвестування та зайнятості, за якими може розпочатись рецесія виробництва.

Країни з новоствореними ринками зазвичай переживають високі темпи інфляції, зумовлені трансформаційним характером економіки та нерозвиненістю ринкових інститутів. Для них актуальним залишається завдання стабілізувати загальний рівень цін.

Проте стабілізація інфляційних процесів ще не означає їхню мінімізацію до рівня розвинутих країн. За певних економічних умов інфляція служить своєрідним “Мастилом” зростання виробництва, а її занижений рівень – стримуючим фактором. Тому для країн

з емерджентними ринками характерним є наявність оптимального її рівня для забезпечення висхідної динаміки національного виробництва. Графічна залежність між темпами інфляції та приросту реального ВВП має вигляд параболи, наближаючись за конфігурацією до кривої Лаффера: дефляція та близькі до нульових значення рівня інфляції виявляють стримуючу дію на темпи зростання реального виробництва та притаманні його стагнації; у міру активізації цінової динаміки приріст виробництва також поступово збільшується до певного значення, за яким починається пригнічення процесів у реальному секторі з усе більшим переважанням активності у сфері перерозподілу та ціноутворення [16, с. 123].

Таблиця 2.1

**Темпи інфляції в різних групах країн у 1998-2005 рр.
(річний приріст індексу споживчих цін), % [93, с. 200]**

Країни	Рік							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Розвинуті країни	1,5	1,4	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3
У тому числі: США	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4
Єврозона	1,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,2	2,3
Японія	0,7	-0,3	-0,4	-0,8	-0,9	-0,3	-	-0,6
Інші розвинуті країни	2,2	1,1	1,8	2,1	1,7	1,8	1,7	2,1
Країни з новоствореними ринками та ті, що розвиваються	11,0	10,0	7,0	6,5	5,7	5,8	5,6	5,3
У тому числі: Африка	9,3	10,9	13,6	12,8	9,9	10,7	8,0	8,5
Центральна і Східна Європа	32,8	23,0	22,8	19,4	14,7	9,2	6,1	4,8
Азія, що розвивається	2,5	1,7	2,7	2,0	2,5	4,1	3,5	3,8
Західна півкуля	9,0	8,3	7,6	6,1	8,8	10,5	6,5	6,3

Завданням аналізу інфляційних процесів за таких умов стає визначення точки прийнятної інфляції, за якою починається її деструктивний вплив на виробництво. За дослідженням фахівців МВФ оптимальну річну інфляцію визначено на рівні 2-3 % [39, с. 14]. Вище цього значення спостерігається від'ємна кореляція між динамікою цін та реального ВВП, а дещо нижче – додатна. Тому органам державного регулювання економіки належить коригувати фіскальну та монетарну політику таким чином, щоб утримувати макроекономічну цінову динаміку на оптимальному рівні.

Отже, дилема “мінімум” чи “оптимум” розв’язується на користь другого. Проте завжди залишаються у стані невизначеності такі проблеми, як, по-перше, припустима інфляція в середньостроковому періоді на тлі наявної структури виробництва, суспільної продуктивності праці та інституційного устрою товарного й ресурсних ринків; по-друге, доцільна інфляція в короткостроковому періоді, пов’язана з поточною ринковою кон’юнктурою, інфляційними очікуваннями суб’єктів господарювання та активністю уряду у сфері фіскальної політики.

Українська економіка, що увійшла в фазу несталого економічного зростання, ще перебуває у тенетах порівняно високої цінової динаміки, а це знецінює національну грошову одиницю, служить засобом не завжди раціонального міжгалузевого та міжрегіонального перерозподілу ресурсів і, головне, перешкоджає формуванню усталених інфляційних очікувань, довіри до влади та споживчої впевненості суб’єктів економіки. Водночас і дефляція залишається несприятливою для динамічних відтворювальних процесів. Так, падіння цін 2002 р. супроводжувалось уповільненням темпів економічного зростання з 9,2 % у попередньому році до 5,2 % приросту реального ВВП у згаданому році (див. табл. 1.2). Як видається, на найближчі кілька років для української економіки оптимальним залишатиметься темп інфляції на рівні однозначних чисел, тобто до 10 % на рік. З набуттям політичної стабільності, завершенням податкової та бюджетної реформ, стабілізацією цін на енергоносії її рівень мусить поступово зменшуватись до нижчих показників.

За умов нестійкого економічного зростання завжди існують інфляційні ризики, спричинені як дією внутрішніх і зовнішніх шоків, так і незваженою грошово-кредитною політикою. Цінові шоки відіграють роль дестабілізуючого фактора, який стає на заваді точному передбаченню інфляції та динамічному зростанню реального виробництва.

Грошово-кредитна політика як специфічна форма державного регулювання має в своєму розпорядженні широкий арсенал заходів, здатних справити стримуючу дію на підвищувальну тенденцію в цінах, уникаючи водночас пригнічення стимулів до економічного зростання. Тому першочерговість забезпечення цінової стабільності в регуляторній діяльності центральних банків більшості країн закріплена законодавчо.

Конституцією України основною функцією Національного банку визначено забезпечення стабільності грошової одиниці України. У Законі України “Про Національний банк України” ця функція набула певної конкретизації. Стаття 6 закону досить ліберально трактує пріоритетне завдання НБУ: “На виконання своєї основної функції Національний

банк сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, – цінової стабільності”. Отже, про обов’язкове забезпечення цінової стабільності у законі не йдеться.

Проте переважне регулювання інфляційних процесів засобами грошово-кредитної політики зумовлене рядом причин.

По-перше, ціни є номінальним вимірювачем усієї сукупності товарів і послуг, продукованих реальним сектором, і монетарний вплив має своїм об’єктом номінальну величину національного продукту, тобто ціни і фізичний обсяг виробництва. Однак реальний випуск у короткостроковому періоді лише за певних обставин реагує на заходи грошово-кредитної політики. Ціни ж за своєю природою є спорідненою грошам категорією ринкового господарства. До того ж обмеженість мікроекономічного регулювання цін приблизно десятою частиною номенклатури товарів і послуг, що виробляються монопольними підприємствами, нечасте використання податково-бюджетної політики щодо стабілізації цін зосереджує функцію регулювання цього важливого елемента економічної системи на макрорівні, а саме – у сфері грошово-кредитної політики.

По-друге, господарське законодавство розвинутих країн останнім часом пішло по шляху розмежування повноважень виконавчої влади: економічна влада з регулювання діяльності реального сектора та виконання Державного бюджету концентрується в руках уряду, а монетарна влада, здійснювана в галузі грошово-кредитних відносин, цілковито перебуває в руках центрального банку. Якщо уряд парламентської республіки формується політичною більшістю законодавчого органу, а в президентських республіках – переважно главою держави, то дорадчі й виконавчі органи центрального банку утворюються на паритетних засадах. Центральний банк як провідник грошово-кредитної політики має статус автономної установи, функціонально відокремлений від уряду і більш консервативний щодо ротації керівного складу, а це дає йому змогу проводити відносно незалежну політику з орієнтацією на середньострокову перспективу. Найбільш доречним завданням такого періоду якраз є забезпечення стабільності цін та грошей. Водночас закони, які регламентують діяльність центральних банків, часто змушують координувати грошово-кредитні заходи з поточною політикою уряду, уникаючи різноспрямованих дій у певних економічних умовах.

По-третє, зміни в банківському законодавстві різних країн, зроблені протягом 80-90-х років ХХ століття, стосувались відповідно до постулатів панівної у світовій економічній думці теорії – монетаризму,

де інфляція вважається суто грошовим явищем, а її регулювання – першочерговою справою центрального банку. Щоправда, класики монетаризму не схвалювали безпосередній грошово-кредитний вплив на цінову динаміку, однак практика останніх десятиліть засвідчила, що інші проміжні цілі ще меншою мірою прийнятні для монетарного регулювання [46, с. 126].

У країнах з новоствореними ринками очевидними залишаються два основні джерела інфляції – монетарна інфляція має витoki в незбалансованій грошово-кредитній політиці, а структурна – в структурних деформаціях економіки та остаточній неформленості суспільних інститутів, здатних протидіяти ціновому тиску. Проте так чи інакше антиінфляційний напрям грошово-кредитного регулювання набув законодавчого закріплення в більшості країн і став пріоритетним у макроекономічній діяльності центральних банків.

По-четверте, за останні десятиліття відбулася зміна акцентів у часових інтервалах регулювання економіки, короткострокова антициклічна політика поступилася місцем середньо- і довгостроковому регулюванню зі специфічною орієнтацією на тривалі незмінні умови господарювання. У фіскальній політиці замість циклічного збалансування бюджету переважає довгострокове; гіпотеза природного рівня безробіття та відповідних йому рівня ВВП і темпів інфляції, які визначаються факторами тривалої дії, орієнтує регуляторний процес на підтримання цих показників на потенційному рівні протягом середньострокового часового інтервалу. У зв'язку з низькою ефективністю короткострокової грошово-кредитної політики, зумовленої тривалістю та волатильністю часових лагів, центр уваги в монетарному менеджменті перенесено на програмування розвитку монетарно-банківської сфери та таргетування її пріоритетних завдань, зокрема, помірної інфляції.

Незважаючи на те, що Україна визнана міжнародним співтовариством державою з ринковою економікою, повноцінна дія ринкових механізмів тут ще не набула належного масштабу. У грошово-кредитній політиці існують переважно короткострокові лаги між зміною параметрів грошового ринку та реакцією цін, які підтверджують думку про “ручний” режим управління монетарною сферою (табл. 2.2). Як показують дані зазначеної таблиці, найбільш щільний зв'язок спостерігається між агрегатами M_0 , M_1 та депозитами до запитання (M_1-M_0), з одного боку, та індексом споживчих цін – з іншого. Щільність цього зв'язку неухильно зменшується при перевищенні лагу дії 3-місячного часового зсуву рядів динаміки.

Таблиця 2.2

**Коефіцієнти парної кореляції між складовими грошової маси
та індексом споживчих цін залежно від часового лагу***

Тривалість лагу, місяців	M0	M1	M2	M3	M1-M0	M2-M1	M3-M2
0	0,922	0,917	0,893	0,894	0,908	0,866	0,665
1	0,922	0,918	0,895	0,895	0,909	0,867	0,659
2	0,922	0,918	0,895	0,896	0,910	0,868	0,648
3	0,921	0,918	0,895	0,896	0,910	0,868	0,636
4	0,921	0,918	0,895	0,896	0,910	0,868	0,623
5	0,921	0,917	0,895	0,896	0,909	0,868	0,608
6	0,921	0,917	0,895	0,896	0,908	0,868	0,593
7	0,920	0,917	0,895	0,896	0,908	0,869	0,579
8	0,919	0,915	0,895	0,896	0,907	0,869	0,563
9	0,918	0,914	0,895	0,896	0,905	0,870	0,546
10	0,917	0,913	0,894	0,896	0,903	0,870	0,528
11	0,916	0,912	0,894	0,895	0,902	0,870	0,505
12	0,915	0,910	0,893	0,895	0,900	0,870	0,481

*Розрахунок здійснено за помісячними кумулятивними коефіцієнтами зростання в період з січня 1996 по грудень 2006 р.

Таким чином, макроекономічна стабільність цін як пріоритетної мети грошово-кредитної політики приймається до регулювання центральними банками у кількох іпостасях:

- як опосередкована мета при прямому впливі на проміжні цілі у формі грошових агрегатів, процентної ставки, обмінного курсу, коли на практиці реалізуються стратегії монетарного чи курсового таргетування;
- як пряма мета при дотриманні стратегії інфляційного таргетування;
- як імпліцитна мета при законодавчому закріпленні стабільності національної грошової одиниці чи інших макроекономічних цілей;
- як експліцитне завдання при безпосередньому правовому закріпленні.

2.2. МІНІМІЗАЦІЯ ІНФЛЯЦІЙНИХ РИЗИКІВ В УКРАЇНІ

Загроза прискорення відкритої інфляції завжди існує в економіці змішаного типу. Її сплески може спричинити будь-який прояв політико-економічної чи соціально-психологічної нестабільності. Загалом ймовірність інфляційної загрози визначається системою ризиків, диференційованих за часовою та просторовою характеристиками.

З погляду часового критерію ризику поділяються на короткострокові, середньо- та довгострокові. Довгострокові означають

неухильне зростання цін з розвитком людської цивілізації, подорожчанням виробничих ресурсів в умовах загострення їх дефіцитності. Вони мають глобальний характер і відбивають тривалі тенденції в динаміці цін світового і національних ринків. Адекватно оцінити та врахувати такі ризики в грошово-кредитній політиці центральних банків досить складно, оскільки їх нейтралізація лежить у площині розвитку реального сектора і зумовлюється випереджальним зростанням продуктивності праці, капіталу та природних ресурсів порівняно з їх вартістю.

Середньострокові інфляційні ризики виникають у результаті формування кількарічних підвищувальних тенденцій у цінах. Причини їх коріняться у структурній незбалансованості економіки, яка приводить до хронічного перевищення сукупного попиту над пропозицією. Найчастіше витoki цінового зростання криються у реальному секторі, однак тривала експансійна грошово-кредитна політика також може спричинити підвищену цінову динаміку, яка самовідтворюється через сталі інфляційні очікування суб'єктів господарювання.

Короткострокові ризики інфляції обмежуються можливістю цінових збурень на кількомісячному часовому горизонті. У такому разі першопричиною можуть служити як сезонні коливання ринкової кон'юнктури, так і разові інфляційні очікування, пов'язані з дією однократних сплесків політичної та економічної нестабільності. Серед монетарних чинників короткострокової цінової нестабільності серйозний вплив справляють курсові коливання (особливо у відкритій економіці), стрімке збільшення ліквідності банківської системи, фіскальній експансії уряду.

В Україні довгостроковий тиск на висхідну динаміку цін насамперед справляє фактор подорожчання імпортованих енергоносіїв.

У світовому господарстві встановилася стійка тенденція до підвищення цін на енергетичні товари, яка триває понад 7 років, і поки що немає ознак уповільнення (рис. 2.1). За період з 1999 р. ціна барелі нафти зросла майже у 4,5 разу. За останні 3-4 роки з-поміж різних видів нафти найшвидше дорожчала нафта із Перської затоки – з 33,5 до 73,3 дол. за барель або у 2,19 разу (табл. 2.3).

За рівнем та характером зростання з урахуванням інфляції нинішній ціновий сплеск на нафту можна порівняти з подіями 70-80-х років минулого століття. Проте сучасна економіка розвинутих країн набагато спокійніше переживає енергетичний шок: інфляція залишається порівняно невисокою, триває економічне зростання. І це тоді, коли реальна вартість нафти зрівнялася з піковими значеннями 1974 р., які передували стагфляції та наступній дворічній кризі, і піками 1990 р. під час швидкоплинної війни у Перській затоці.

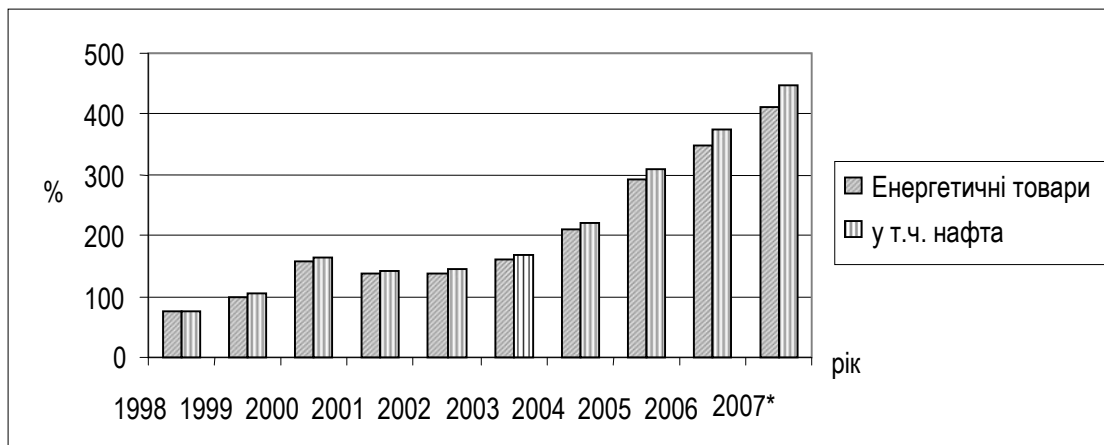


Рис. 2.1. Індеси цін енергоносіїв на світовому ринку у 1998-2007 рр. (1995=100)* [52]

*2007 рік представлено даними за 9 місяців.

Таблиця 2.3

Світові ціни на енергоносії у 2004-2007 рр. [52]

Вид енергоносіїв	Рік			
	2004	2005	2006	2007*
Сира нафта за контрактами Spot, дол. за барель	37,8	53,4	64,3	76,9
Британська нафта Brent, дол. за барель	38,3	54,4	65,4	77,1
Нафта дубайська, дол. за барель	33,5	49,2	61,4	73,3
Західнотехаська нафта, дол. за барель	41,4	56,4	66,1	79,9
Газ природний (російський на кордоні з Німеччиною), дол. за 1 000 м ³	135,2	212,9	295,7	280,4
Газ скраплений (з Індонезії до Японії), дол. за 1 м ³	123,9	148,0	169,4	172,9
Газ природний (внутрішній ринок США), дол. за 1 000 м ³	212,7	319,0	242,7	218,5
Вугілля австралійське (експортні ринки), дол. за т	56,7	51,0	52,6	73,2
Вугілля південноафриканське (експортні ринки), дол. за т	54,7	46,1	50,7	61,6

*2007 р. представлено даними на кінець III кварталу.

Пояснень незбалансованій ціновій динаміці енергоносіїв і готової продукції в сучасній світовій економіці існує декілька.

По-перше, найпотужніший шок пропозиції 1979 р. був викликаний підвищенням цін на нафту удвічі протягом 6 місяців; сучасне ж подвоєння цін, започатковане у 2001 р., відбувалось близько 18 місяців, що дало змогу економіці адаптуватись до підвищених енергетичних витрат і розсіяти ціновий шок у часі [86, с. 58].

По-друге, застосовуючи різні показники інфляції (індекс-дефлятор, індекс споживчих цін чи індекс виробників промислової продукції), отримуємо неоднакові показники нинішньої реальної вартості барелі нафти, за якими поточна ціна ледве досягає піків 30-річної давності.

По-третє, економіка початку III тисячоліття докорінно відрізняється від господарства 70-х років XX ст. Особливо розвинуті країни за минулий час зробили значні кроки до використання енергоощадливих технологій. У середньому вони витрачають удвічі менше нафти на 1 дол. ВВП, ніж це було три десятиліття тому. Хоча країни, що розвиваються, не завжди ідуть в руслі зазначеної тенденції, загальносвітовий випуск стає все менш енергомістким.

По-четверте, природа теперішнього цінового сплеску така, що він породжений неухильним зростанням нафтового попиту, зокрема, з боку Китаю та Індії. Це не надто перешкоджає здоровому економічному зростанню. Минулі ж шоки були спричинені здебільшого політичними подіями із загрозою стабільності світовим товарним ринкам. Так, перший шок 1973-1974 рр. був результатом скоординованої цінової політики країн ОПЕК; сплеск цін на нафту 1979 р. зумовлювався загостренням політичної ситуації в Ірані після скидання шаха; 1990 р. ознаменувався вибухом цін як реакції на вторгнення Іраку до Кувейту. Отже, тодішні шоки пропозиції були швидкоплинними, здатними до нівелювання після усунення першопричини цінового збудження. Нинішній підвищувальний рух нафтових цін є результатом шоку попиту, який неухильно зростає внаслідок динамічного розвитку нових індустриальних країн і Китаю. Можливі лише сезонні та циклічні його послаблення. Тому тенденція до зростання світових цін нафти має сьогодні довгостроковий характер і може докорінно змінитись лише під впливом кардинальних структурних зрушень у її споживанні та пропонуванні на світовому ринку.

Україна як потужний споживач імпортованих енергоносіїв наражається на ризик зовнішньої інфляції, привнесеної в економіку через ціни нафти, нафтопродуктів, газу, сировини, що імпортуються з-за кордону. За 7 місяців 2007 р. було імпортовано сирої нафти на 2 665,9 млн. дол., що становить 8,2 % товарного імпорту, природного газу – на 4 398,5 млн. дол. (13,5 % загальної суми імпорту товарів) [11]. Поряд з цим енергозаощадження в країні впроваджується повільно, у структурі енергоспоживання, як і раніше, не знижується частка нафти і нафтопродуктів. Так, у I півріччі 2007 р. використано 103,3 млн. т первинних і вторинних видів палива в умовному вимірі, що на 3,1 % менше, ніж у відповідному періоді попереднього року.

Основна частка у структурі використаного палива припадала на природний газ – 38 %, вугілля – 24 %, нафту – 11 %, кокс – 10 %, нафтопродукти – 9 % (у I півріччі 2006 р. – відповідно 43, 23, 11, 8 і 9 %) [3].

Динаміка індексу цін виробників промислової продукції та його енергетичних складових свідчить про те, що внутрішня вартість їх виробництва за 2004-2007 рр. зросла незначно порівняно з усією промисловістю (рис. 2.2). Якщо за період із січня 2004 р. по вересень 2007 р. промислова продукція подорожчала у 1,80 разу, то виробництво електроенергії, газу та води – у 1,86, а коксу та продуктів нафтоперероблення – у 2,06 разу.

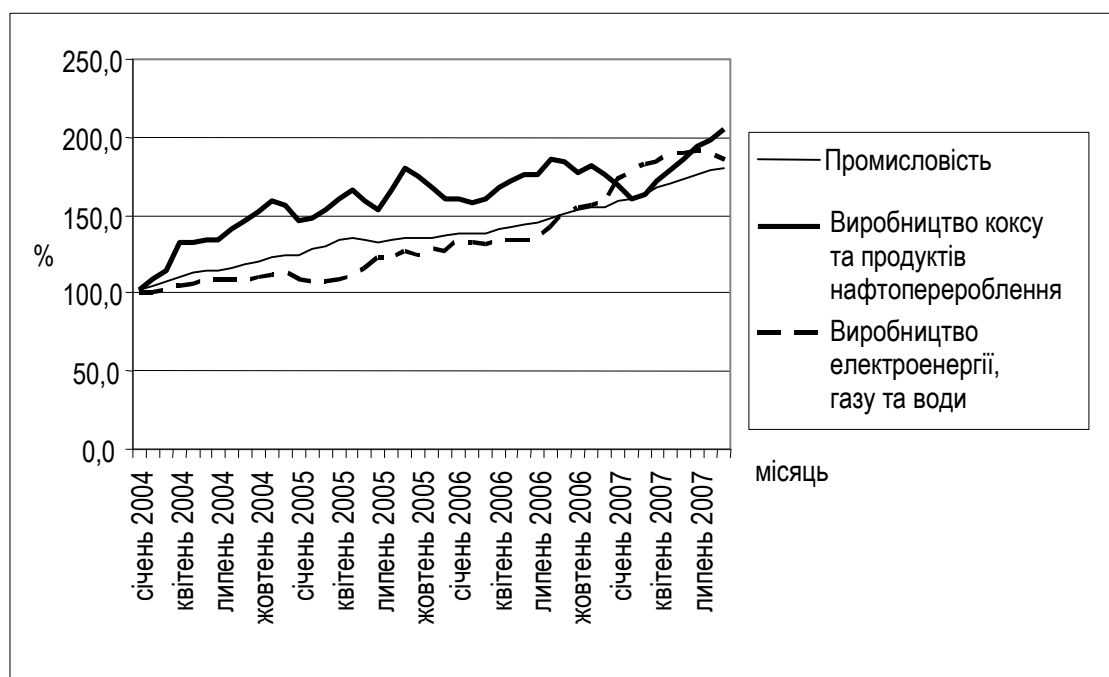


Рис. 2.2. Динаміка індексу цін виробників промислової продукції та окремих його складових у 2004-2007 рр. [13]

Однак індекс цін виробників промислової продукції відбиває зрушення лише у внутрішніх цінах, тоді як основна частина паливно-енергетичних ресурсів надходить до України за імпортними поставками. Як наслідок, у споживчому кошику населення випереджальними темпами зростають ціни на паливно-мастильні матеріали, газ, послуги автотранспорту (рис. 2.3). На тлі загального підвищення споживчих цін у 1,5 разу за січень 2004 р. – вересень 2007 р. паливо і мастило подорожчало у 2,42, а газ, електроенергія і тепло – у 2,28 разу.

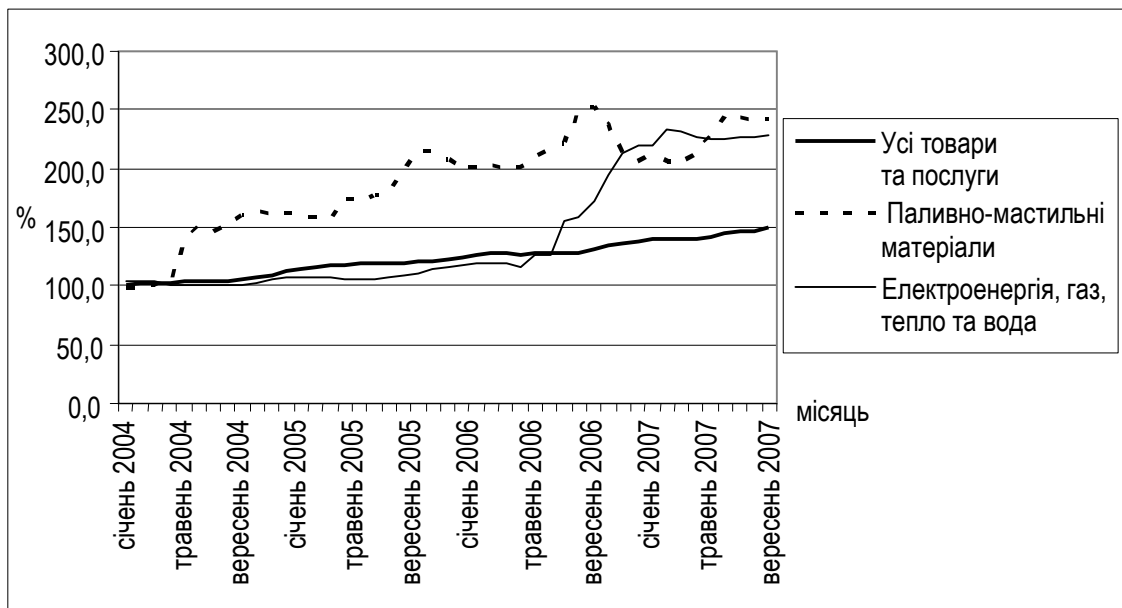


Рис. 2.3. Динаміка індексу споживчих цін та окремих його складових у 2004-2007 рр. [12]

Отже, інфляційні ризики довгострокової дії існують на національному товарному ринку і визначають тривалу динаміку цін важливих ресурсів, товарів і послуг. На відміну від них середньострокові ризики формуються в Україні насамперед під впливом підвищення номінальної заробітної плати працівників, що випереджає зростання продуктивності праці. Це призводить до збільшення собівартості одиниці продукції, а зрештою, до зростання цін. І хоча частка оплати праці в структурі операційних витрат економіки порівняно невелика і становить 6,0 %, коливаючись від 1,3 % у сфері торгівлі та ремонту до 22,7 % у галузі надання комунальних та індивідуальних послуг, вона здатна за технологічним ланцюгом справити вплив на всю суму витрат в економіці (додаток А). Однак, як показують розрахунки, за період 2000-2006 рр. реальна оплата праці зростала вищими темпами, ніж реальний ВВП, за винятком 2000 р., коли фізичний обсяг ВВП зріс на 5,9 %, тоді як заробітна плата в реальному обчисленні збільшилась усього на 3,6 % (рис. 2.4). Загалом за аналізований період реальний ВВП зріс у 1,64, а реальна заробітна плата – у 2,91 разу, що цілком закономірно в умовах низької частки оплати праці в операційних витратах підприємств. Однак цей процес справляє зростаючий тиск на макроекономічну цінову динаміку, особливо в періоди законодавчого перегляду мінімального рівня зарплати.

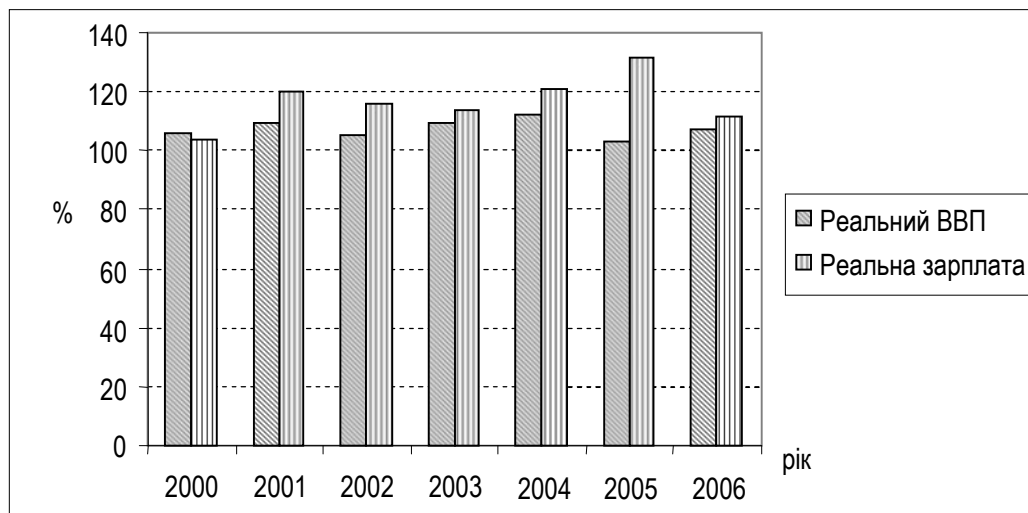


Рис. 2.4. Індекси реального ВВП та реальної заробітної плати працівників у 2000-2006 рр. [44]

Більш короткочасний вплив на споживчі ціни здійснює динаміка оптових цін промислового виробництва. Це цілком природно: основою роздрібною ціни служать витрати та доходи сфери виробництва, де зміна вартості виробничих ресурсів, їх продуктивності та умов виробництва відразу відбивається на ціні кінцевої продукції оптового і роздрібного ринків. Часовий лаг між індексами цін виробників промислової продукції та споживчих цін може тривати кілька місяців, однак найбільш високі значення коефіцієнтів парної кореляції між динамічними рядами цих показників спостерігаються у тому ж місяці, тобто при лагу 0 місяців (рис. 2.5).

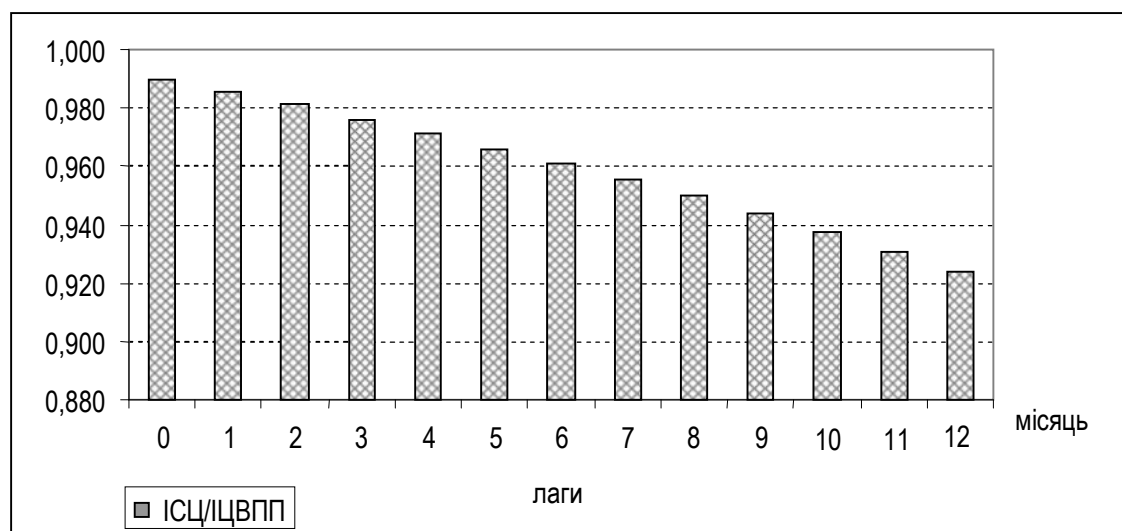


Рис. 2.5. Коефіцієнти парної кореляції між динамікою індексів цін виробників промислової продукції (ІЦВП) та індексів споживчих цін (ІСЦ) залежно від тривалості лагу

Таким чином, система інфляційних ризиків в сучасній економіці України досить розгалужена і містить загрозу підвищувальної цінової динаміки під впливом цінових шоків різної тривалості. У процесі запровадження інфляційного таргетування слід чітко розмежувати такі загрози на ті, що відбуваються об'єктивно, під впливом світогосподарських тенденцій та неминучих структурних зрушень у національному реальному секторі, та інші, що виникають у результаті запровадження певних бюджетно-монетарних заходів органами виконавчої влади. Саме на мінімізацію останніх і спрямована дія стратегії інфляційного таргетування.

2.3. ФОРМУВАННЯ ПЕРЕДУМОВ ПЕРЕХОДУ ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

Таргетування інфляції як стратегія грошово-кредитної політики стало популярним на початку 90-х років ХХ ст. Першою запровадила цю стратегію у березні 1990 р. Нова Зеландія, у вересні 1990 р. Чилі, 1991 р. – Канада, Ізраїль, 1992 р. – Великобританія, 1993 р. – Швеція, Фінляндія, Австралія, 1994 р. – Іспанія, 1998 р. – Чехія, 1999 р. – Польща, 2000 р. – Швейцарія, а також Бразилія, Південна Африка, Колумбія, Мексика, Перу, Корея, Таїланд.

Метою переходу до системи інфляційного таргетування є досягнення відносної стабільності цін без негативних наслідків для зростання виробництва і зайнятості. До початку 90-х років ХХ ст. такі методи антиінфляційної політики, як таргетування грошових агрегатів і прив'язка національної валюти до більш стійкої іноземної валюти, виявили свою недостатню ефективність в умовах глобалізації і лібералізації у фінансовому секторі. Відбулося значне збільшення масштабів міжкраїнного переливу капіталів, поширилося використання нових фінансових інструментів. Серйозний вплив справило і масове ухвалення країнами – членами МВФ VIII статті Статуту, що укріпило інститут валютної оборотності. В даний час валюти 146 країн – членів МВФ є конвертованими за поточними статтями платіжного балансу, що привело до зростання обсягу операцій. У результаті помітно посилилися коливання внутрішнього попиту на гроші і швидкості їх обігу. Стало важче оцінювати співвідношення між обраними як орієнтир грошовим агрегатом і цільовим рівнем інфляції. Практика показала, що тільки за одним показником – динамікою грошової маси – не можна судити про темпи інфляції. Контроль з боку центрального банку за зміною того або іншого грошового агрегату не приводить до досягнення кінцевої мети стабільності цін. Тим самим визнана складність інфляційного процесу, неоднозначність причинно-наслідкових зв'язків і багатофакторний характер інфляції.

Наприклад, Великобританія перейшла до таргетування інфляції після невдач у використанні таргетування грошової маси в широкому і вузькому значенні та участі в курсовому механізмі Європейської валютної системи (1990-1992 рр.). Швеція – в результаті неможливості подальшого використання номінального валютного курсу як антиінфляційного якоря через часті девальвації крони (з 1977 р. курс шведської крони був в односторонньому порядку прив'язаний до середньозваженого кошика валют основних торговельних партнерів, а в 1991-1992 рр. – екю).

Об'єднує країни, що перейшли до системи інфляційного таргетування, те, що темпи зростання цін на споживчі товари в них за останні 30 років були істотно вищими, ніж в Німеччині, Японії і США, що підривало їх міжнародну конкурентоспроможність.

Можна виділити ряд політичних, економічних та інституційних передумов переходу до системи інфляційного таргетування.

Насамперед, запровадження будь-якої середньострокової стратегії потребує політичної стабільності в країні, усталеного, передбачуваного її розвитку. У результаті це дає змогу поєднувати зусилля економічної та монетарної влади в одному напрямку, уникати додаткових цінових шоків під час парламентських та президентських виборів, формувати довіру економічних суб'єктів до провідників грошово-кредитної політики.

На жаль, в Україні на відміну від країн зі сталою господарською системою, де спостерігаються сплески ділової активності під дією екзогенних факторів, сформувався політичний цикл ринкової кон'юнктури. У суб'єктів економіки склались небезпідставні очікування щодо підвищення доходів напередодні виборчої кампанії та зростання цін у подальшому. Сталість економічної системи і передбаченість ходу економічних процесів створює основу для їх більш точного моделювання та використання отриманих даних у прогнозуванні майбутньої макроекономічної динаміки.

Невід'ємною передумовою запровадження інфляційного таргетування є також високий ступінь довіри суспільства до політичних і економічних інститутів, перш за все до монетарної влади в особі центрального банку. Виголошених цілей регулювання (таргетів) слід якомога точніше дотримуватись у поточній політиці, а якщо склались форс-мажорні обставини і досягнення намічених показників інфляції неможливе, то доведеться запровадити такі заходи комунікаційної політики, які б донесли до громадськості основні причини відхилення та методи коригування поточної ситуації.

Грошово-кредитна політика здійснюється у тісній взаємодії із заходами бюджетної та боргової політики держави. Ефективність першої багато в чому визначається стійкістю фінансової системи країни, дієвістю бюджетної і податкової підсистем. За умов високих значень бюджетного

дефіциту та переважання інфляційних методів його покриття стабілізація цінової динаміки лише за допомогою монетарних інструментів виявляється доволі проблематичною. З іншого боку, перевищення припустимих меж державного внутрішнього і зовнішнього боргу та незлагоджені дії центрального банку й уряду з обслуговування боргових зобов'язань може спричинити залежно від конкретної ситуації додатковий інфляційний чи дефляційний тиск на загальний рівень цін.

Для адекватного реагування на мінливі економічні процеси в умовах дії інфляційного таргетування центральний банк повинен мати у своєму розпорядженні добре налагоджену систему збору і обробки економічної інформації, аналізу оперативних статистичних даних. Вітчизняна система статистики нещодавно перейшла на міжнародні стандарти оцінки макропоказників. Однак об'єктивна оцінка валового внутрішнього продукту, темпів інфляції та деяких інших показників, конче потрібних провідникам грошово-кредитної політики, часто здійснюється в непрозорому режимі, що викликає безліч питань в аналітиків та громадськості, породжує недовіру щодо достовірності отриманих даних. Так, індекс споживчих цін як офіційний вимірник інфляції в Україні недостатньо методологічно обґрунтований, містить ряд методичних недоліків. Зокрема статистикою бюджетів домашніх господарств не охоплене сільське населення, дещо заниженою у складі споживчого кошика залишається частка картоплі, овочів і фруктів, не зовсім вивірена вагова структура споживчого кошика загалом, невідпрацьована методика врахування житлових субсидій при визначенні динаміки тарифів на житлово-комунальні послуги.

Найважливішою передумовою для запровадження стратегії інфляційного таргетування є забезпечення фактичної незалежності центрального банку.

Оперативна незалежність центрального банку держави полягає у винятковому праві самостійно використовувати монетарні інструменти з метою поточного коригування стану грошово-кредитного ринку. Згідно зі статтею 25 Закону України “Про Національний банк України” прерогативою НБУ є визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків, проведення процентної політики, здійснення рефінансування комерційних банків, управління золотовалютними резервами, проведення операцій з цінними паперами на відкритому ринку, регулювання імпорту та експорту капіталу, здійснення емісії власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Економічна незалежність центрального банку як окремої інституції виконавчої влади, зазвичай, забезпечується правом самостійно координувати наповнення та використання власного бюджету. У статті 4 Закону України “Про Національний банк України” визначено, що

НБУ є економічно самостійним органом, який здійснює видатки за рахунок власних доходів у межах затвердженого кошторису, а у визначених цим законом випадках – також за рахунок Державного бюджету України. Національний банк є юридичною особою, має відокремлене майно, що є об'єктом права державної власності і перебуває у його повному господарському віданні. Щоправда, іншим законом – “Про Державний бюджет України” – кілька років планується перерахування до бюджету держави сум перевищення доходів НБУ над видатками, передбаченими у кошторисі на відповідний рік.

Політична незалежність центрального банку має передбачати повну самостійність банку щодо виконання своєї основної функції – забезпечення стійкості банківської системи та підтримки цінової стабільності в межах власної компетенції – без втручання інших гілок державної влади та політичних сил. Водночас не слід ототожнювати поняття політичної незалежності та підзвітності центрального банку. За статтею 51 Закону України “Про Національний банк України” НБУ підзвітний Президенту та Верховній Раді України в межах їх конституційних повноважень. Підзвітність означає специфічну процедуру призначення Голови Правління та Ради НБУ, а також законодавчо визначений порядок звітування про стан грошово-кредитного ринку в державі.

В управлінні монетарною сферою Національному банку слід дотримуватись стратегічних орієнтирів. На сьогодні управління грошово-кредитним ринком України здійснюється в межах щорічного формування основних показників макроекономічного розвитку та розроблення на їх базі індикаторів прогнозованої зміни грошової маси, монетарної бази та деяких похідних показників монетарної сфери. Більшість центральних банків зарубіжних країн перейшли останнім часом від регулювання монетарної сфери на щорічній основі до середньострокового стратегічного управління. Це дає змогу тісніше пов'язати макроекономічне прогнозування з грошово-кредитним, подовжити прогнозований період з одного до двох-трьох років, а отже, перейти від поточного до стратегічного регулювання грошово-кредитного ринку.

Стратегічне регулювання економіки з боку центрального банку являє собою новий для трансформаційного господарства, більш високий ступінь державного впливу на господарську систему, сприяє макроекономічній стабілізації та потребує формування інституційних передумов. До зазначених передумов, на нашу думку, належать кілька факторів, які визначають загальноекономічний розвиток країни, пріоритети бюджетного, зовнішньоекономічного та соціального регулювання, здатні впливати на цільову функцію грошово-кредитної політики.

Головним завданням стратегічного регулювання економіки є розроблення середньострокової програми соціально-економічного розвитку

країни із зазначенням основних цільових показників та можливих їх прогнозних значень залежно від дії екзогенних факторів. Монетарна стратегія стане невід'ємною складовою такої програми, буде подолана відірваність грошово-кредитного ринку від реального сектора економіки. Це зовсім не означає посягання на автономність Національного банку, а лише узгодження його політики з перспективними завданнями розвитку реального сектора. Економічній владі при цьому слід остаточно обрати модель зростання економіки (споживчу, інноваційну чи їх певне поєднання), а також перейти від річного до кількарічного прогнозування показників номінального і реального ВВП та інфляції.

Іншою інституційною передумовою формування монетарної стратегії Національного банку є врахування середньострокових показників бюджетної політики, яка сьогодні здійснюється на щорічній основі. Обсяги надходжень і видатків державного та місцевих бюджетів, рівень бюджетного дефіциту та політика державних запозичень справляють істотний вплив на параметри грошово-кредитного ринку і залишаються вагомим чинником поточної монетарної політики та її стратегії.

Зрештою, докорінної перебудови потребує управління монетарною сферою з боку Національного банку України. Декларовані в Основних засадах грошово-кредитної політики монетарні показники повинні мати дво- або трирічний горизонт прогнозування, а їх значення – якомога менші відхилення від фактичних. Щоправда, деякі теперішні розбіжності між прогнозованими та фактичними показниками розвитку грошово-кредитного ринку часто зумовлені переважанням оптимістичних прогнозів Міністерства економіки щодо майбутньої інфляції та песимістичних – щодо номінального ВВП. У результаті сформовані на цій основі монетарні індикатори встановлюються в досить широкому діапазоні або навіть виходять за його межі під додатковим впливом екзогенних чинників.

Таким чином, стабілізація внутрішньої цінової динаміки все впевненіше визнається фахівцями та владними структурами першочерговим завданням грошово-кредитної політики центральних банків. Найбільш прийнятною стратегією монетарного регулювання при цьому виявляється пряме таргетування інфляції. Однак для його практичного запровадження необхідно створити комплекс передумов інституційно-правового та соціально-економічного характеру.

РОЗДІЛ 3

РОЛЬ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ У ЗДІЙСНЕННІ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

3.1. ІНФЛЯЦІЙНІ КАНАЛИ У СТРУКТУРІ МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ

Особливості грошово-кредитної політики, її роль і значення для економіки великою мірою залежать від форми і дієвості причинно-наслідкових зв'язків між макроекономічними показниками. Точна оцінка моделей взаємовпливу грошової маси, випуску та інфляції є необхідною умовою ефективного монетарного управління.

Сьогодні загально визнаною є точка зору, відповідно до якої центральний банк як регулятор сфери грошового обігу має можливість управління вартістю національних грошей, що знаходить конкретне відбиття в цінах товарів і послуг, курсах валют і цінних паперів тощо. При цьому рівень реального виробництва є в даному процесі визначальним вектором, що задає напрямок і розміри необхідних грошових ін'єкцій і вилучень. Загальне правило може бути сформульоване таким чином: грошова пропозиція повинна бути такою, щоб не перешкоджати підвищенню рівня виробництва, але в той же час не сприяти прискоренню зростання цін [83, с. 20].

В управлінні грошовою пропозицією центральний банк виявляється “затиснутим між двома механізмами”. Нижній рівень збільшення грошової маси обумовлений зростанням економіки (реального й фінансового секторів), а верхній – припустимим рівнем інфляції. В умовах запровадження інфляційного таргетування первинним стає контроль цінової динаміки, тоді як факторами впливу на економічне зростання більшою мірою виявляються засоби інвестиційної та бюджетної політики уряду.

Структура взаємозв'язків ключових параметрів грошово-кредитного ринку і реального сектора, що одержала назву “механізм грошової трансмісії”, є широко розповсюдженим предметом сучасних теоретичних й емпіричних досліджень.

Вперше даний термін вжив Дж. Кейнс, який називав так систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність. Послідовники Кейнса вивчають вплив грошової пропозиції на економічну діяльність за допомогою структурних моделей, що відображають функціонування економіки, у вигляді системи рівнянь, які

описують поведження фірм і споживачів у різних секторах національного господарства. Ці рівняння характеризують канали, якими здійснюється вплив грошово-кредитної політики.

У рамках монетаристського аналізу дослідники не ставлять собі завдання показати, за допомогою чого грошова пропозиція впливає на економіку. Ефекти грошово-кредитної політики вивчаються шляхом перевірки тісноти зв'язку змін пропозиції грошей і валового випуску (або сукупних витрат). Опираючись на скорочений спосіб доказу, монетаризм розглядає економіку як “чорну скриньку”, усередині якої проходять невідомі процеси [85, с. 21]. Таким чином, у монетаристській теорії трансмісійний механізм як такий відсутній. Із часом економісти перестали розглядати грошову пропозицію як головну детермінанту макроекономічних змін, включаючи ціни. Місце грошового таргетування стало поступово займати пряме таргетування інфляції. Із цієї причини тепер трансмісія грошово-кредитної політики визначається як механізм, за допомогою якого застосування інструментів центрального банку впливає на економіку в цілому й інфляцію зокрема [85, с. 20].

Структура трансмісійного механізму складається з каналів, що являють собою своєрідні ланцюжки макроекономічних змінних, по яких передається імпульс змін, генерованих монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. В економічній літературі немає єдності із приводу структури трансмісійного механізму й набору належних йому каналів. Проте можна виділити дві характерні риси, властиві всім теоріям трансмісії. Перша риса стосується здатності центрального банку регулювати пропозицію фінансових активів, за якими не існує субститутів, “зовнішніх грошей”, як їх іноді називають. Здійснюючи операції на відкритому ринку, монетарна влада впливає на ліквідність банківської системи й процентні ставки, що дозволяє контролювати ціни на широкий спектр фінансових активів, як внутрішніх, так й іноземних.

Друга загальна риса теорій трансмісії – номінальні “якорі” в національній економіці, які перешкоджають миттєвому коректуванню цін. Основними такими “якорями” є “жорсткі” товарні ціни, негнучка заробітна плата й недосконалість фінансового сектора, що обмежують доступ домогосподарств на фінансові ринки країни. Головними причинами жорстких цін і негнучкої заробітної плати є неявні і явні контракти, “уповільнені витрати” й “перегин кривої попиту”, а джерелом недосконалостей фінансового сектора – нездатність домогосподарств негайно коригувати структуру своїх заощаджень у відповідь на економічні шоки.

Імпульс змін, переданих економіці грошово-кредитною політикою, має три фази впливу. На першому етапі інструмент центрального банку діє на ринкові процентні ставки й валютний курс. У другій фазі відбувається корекція цін на фінансові активи, що позначається на витратах домогосподарств і підприємств. Зміни, що відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміни у структурі балансу позичальників. Починається другий етап корекції ринкових процентних ставок. На третій фазі спостерігається макроекономічна адаптація: зміна темпів економічного зростання і безробіття, що індукує перерахування цін і заробітної плати.

Як підсумок, національне господарство переходить до нової економічної рівноваги.

Можна виділити декілька шляхів, через які у другій фазі трансмісії імпульс грошово-кредитних змін впливає на сукупний попит. Ці шляхи і є каналами трансмісійного механізму. Таких каналів в економічній теорії виділяється декілька: канал процентної ставки, канал добробуту, кредитний канал, канал валютного курсу, монетаристський канал.

При виборі стратегії монетарної політики центральний банк перш за все вирішує, що саме він обере як кінцевий цільовий орієнтир: економічне зростання чи стабільність цін. Оскільки Національний банк України планує переходити до застосування стратегії прямого таргетування інфляції в монетарній політиці, то зупинимось детальніше на структурі трансмісійного механізму її впливу саме на інфляцію.

Першим і основним каналом є сукупний попит, який тісно пов'язаний із рівнем внутрішніх цін. Передавальний механізм передбачає вплив інструментів грошової політики на ВВП в основному саме через сукупний попит. Важливо, що ВВП при цьому є поточним, а попит розглядається у короткостроковому та середньостроковому періоді. Проте існує також і потенційний ВВП, на який впливають немонетарні чинники. Він залежить від кількості та продуктивності факторів виробництва. Їх дуже важко прогнозувати та оцінити, особливо якщо в економіці відбуваються структурні перебудови у виробничій сфері. В умовах перебудови економіки складним також є і вимірювання фактичних обсягів виробництва. Внаслідок великої частки неформальної (тіньової) економіки, яка не відображається у офіційному документообороті, різниця між вищезначеними показниками може досягати бути значною [46, с. 85].

Розрив між показниками поточного та потенційного ВВП, доповнений безпосереднім зростанням сукупного попиту, може призвести до інфляційних процесів у країні. Таке явище пояснюється збільшенням

обсягів виробництва і відповідним зростанням виробничих витрат, а також попитом, який дозволяє виробникам підвищувати ціни [57, с. 36].

Канал виробничих витрат є логічним продовженням попереднього. Він діє через заробітну плату, а також витрати на імпортні матеріали. Девальвація національної валюти веде до збільшення цін на імпортовану сировину та готові вироби. До того ж вона зменшує обсяг реальної заробітної плати та викликає необхідність її підвищення.

Особливе місце серед інфляційних каналів передачі монетарних імпульсів займає канал очікувань. Його дія є непередбачуваною та багато у чому залежить від ступеня довіри до дій центрального банку. Так будь-яке підвищення інфляційних очікувань, викликане, наприклад, ослабленням антиінфляційної політики держави, призведе до різкого збільшення ділової активності та відповідно – до зростання внутрішніх цін.

Серед найвагоміших шляхів впливу монетарного управління на реальний сектор економіки необхідно виділити канал валютного курсу. Валютний курс є ключовим елементом моделей грошово-кредитної політики у відкритій економіці. У його роботі задіяний непокритий паритет процентних ставок. Піднімаючи внутрішню процентну ставку щодо іноземної, центральний банк провокує зростання форвардного валютного курсу. Зміцнення місцевої валюти неминує приводить до скорочення чистого експорту та сукупного попиту.

Зростання курсу національної валюти може впливати на сукупні витрати в економіці двома шляхами: через балансовий ефект для фінансових посередників і підприємств та ефект зміни відносних цін [17, с. 11].

Ефект зміни відносних цін проявляється у падінні попиту на вітчизняні товари та послуги, які стають дорожчими порівняно з імпортом, що і змінює сукупний попит в економіці. Балансовий ефект зростання валютного курсу пов'язаний із присутністю у балансі організацій та підприємств зобов'язань в іноземній валюті. Якщо такі зобов'язання не покриваються на 100 % за рахунок активів у іноземній валюті, зростання курсу може викликати зміну власного капіталу та витрат на обслуговування цих зобов'язань, а це, у свою чергу, вплине на витрати та позики.

У деяких країнах, де національне господарство багато в чому є самодостатнім, і його модель близька до закритої економіки, канал валютного курсу найчастіше не береться до уваги.

Систематизувати канали трансмісії грошових імпульсів на рівень споживчих цін у країні можна таким чином (рис. 3.1).

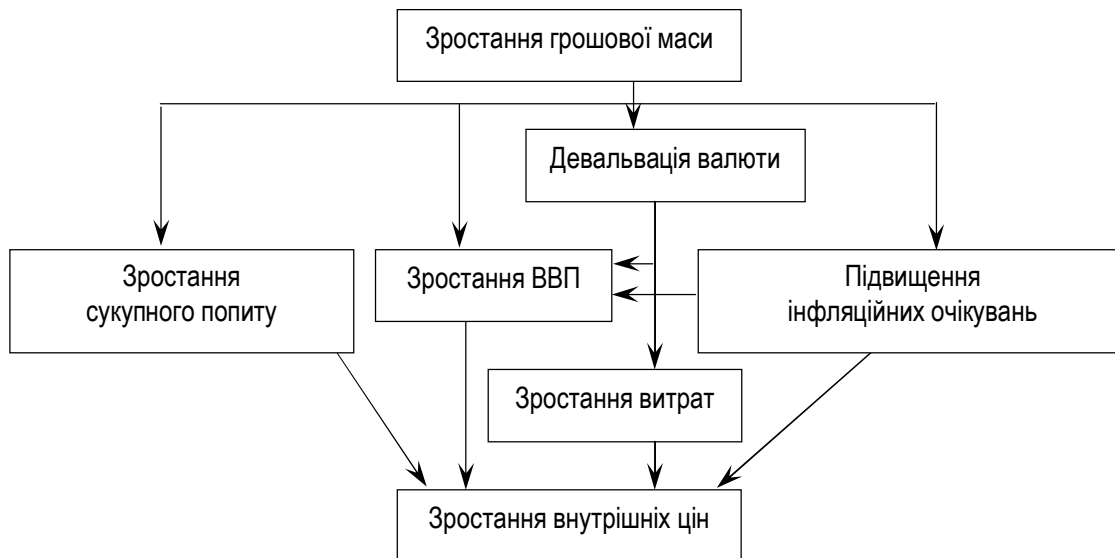


Рис. 3.1. Трансмісійний механізм впливу монетарної політики на внутрішній рівень цін

Крім перерахованих, кожен центральний банк розробив свої власні специфічні канали, що враховують національні особливості економіки. Наприклад, у Франції інфляційний канал пояснює динаміку споживання з погляду ефекту Піга. У німецьку модель входить монетаристський канал, що передає імпульси змін через процентну ставку. Вона, у свою чергу, впливає на інфляцію через ціновий геп, що являє собою відхилення поточного рівня цін від рівноважного рівня цін відповідно до моделі “P-star”. Монетаристський канал, що враховується у моделі Європейського центрального банку, припускає, що інфляція в довгостроковій перспективі є грошовим феноменом. Зниження процентної ставки в моделі німецького Бундесбанку призводить до стиснення агрегату МЗ, що викликає падіння цін у короткостроковому періоді. В італійській моделі існують також два додаткові канали: канал очікувань, що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні очікування, а також портфельний канал, що описує ефект перерозподілу портфелів домогосподарств і підприємств.

3.2. ПРОБЛЕМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ В УКРАЇНІ

Незважаючи на те, що питання оцінки впливу монетарної політики на реальний сектор економіки не є новим, комплексна оцінка трансмісійного механізму грошово-кредитної політики України на даний момент відсутня. Слід зазначити, що дана тема є недостатньо дослідженою в українсько- та російськомовній науковій економічній літературі в цілому. Однак існує чимало сучасних зарубіжних

досліджень різноманітних аспектів передавального механізму грошово-кредитної політики. Серед найвідоміших авторів, які здійснили вагомий внесок у розробку теоретичних та методологічних аспектів даної проблеми, можна виділити Ф. Мишкіна (F. Mishkin), Б. Бернанке (B. Bernanke), М. Гертлера (M. Gertler), Б. Фрідмена (B. Friedman), Д. Стіглиця (J. Stiglitz).

Такий дисбаланс пояснюється багатьма причинами. По-перше, необхідність проведення структурної перебудови національного господарства, непослідовність економічної політики, низький рівень розвитку фінансових ринків, а також істотна частка державного регулювання та інші особливості трансформаційного періоду вносять постійні зміни у характер взаємозв'язку макроекономічних показників. І хоча Україна визнана країною з ринковою економікою, зазначені фактори не втратили своєї актуальності. Це призводить до нестабільності часових лагів та каналів впливу монетарної політики на реальний сектор, що значно ускладнює адекватну оцінку передавального механізму.

По-друге, кількісна оцінка трансмісійного механізму економетричними методами, розробка відповідних структурних моделей вимагають наявності однорідних та достовірних статистичних даних, які у сучасних умовах, як правило, виявляються невисокої якості та найчастіше доступні лише на коротких проміжках часу. Все це значно ускладнює процес побудови комплексних моделей із високою точністю прогнозування.

По-третє, значна питома вага “тіньового сектора” призводить до того, що аналіз економічних процесів відбувається на основі експертних оцінок за відсутності офіційних даних. Проте операції у “тіньовому секторі” значно впливають на розвиток національної економіки і повинні бути враховані при оцінці передавального механізму.

Серед важливих індикаторів ефективності роботи передавального механізму виділяють ступінь монетизації економіки, тобто ступінь її насиченості грошима.

За умов недомонетизованої економіки спостерігається дуже знижена реакція макропоказників на монетарні імпульси. Причиною такого взаємозв'язку є тісна прив'язка величини коефіцієнта монетизації до ступеня розвитку економіки. Розглянемо даний механізм докладніше.

Зростання реального ВВП зумовлює підвищення рівня реальних грошових доходів та платоспроможного попиту населення. У свою чергу зростання купівельної спроможності веде до збільшення обсягу реальних витрат та зміни структури споживання: до зменшення питомих витрат на товари постійного попиту. До того ж із збільшенням

добробуту населення зростає і обсяг довгострокових заощаджень. Все це зумовлює зміну структури попиту на гроші: відбувається відносно зниження попиту на готівку та відносно зростання попиту на безготівкові гроші у формі банківських вкладів до запитання та строкових депозитів у зв'язку із необхідністю накопичення значних сум для оплати товарів довгострокового користування та послуг. Питома вага готівки, яка має високу швидкість обертання, знижується у структурі широкої грошової маси, та, відповідно, зростає коефіцієнт монетизації економіки.

Отже, чим вищий ступінь насиченості економіки грошима, тим більша питома вага безготівкових грошей у структурі агрегату М3 і залежність суб'єктів господарювання та населення від заходів монетарного регулювання.

Згідно з результатами проведених досліджень реакція на монетарні імпульси у Польщі у 2002 р. була удвічі слабшою за відповідну реакцію ринку Великобританії у 1999 р. Водночас коефіцієнт монетизації польської економіки виявився набагато нижчим за коефіцієнт монетизації британської економіки [17, с. 8].

Рівень монетизації економік розвинутих країн на початку 90-х років ХХ ст. становив більше 50 % (рис. 3.2).

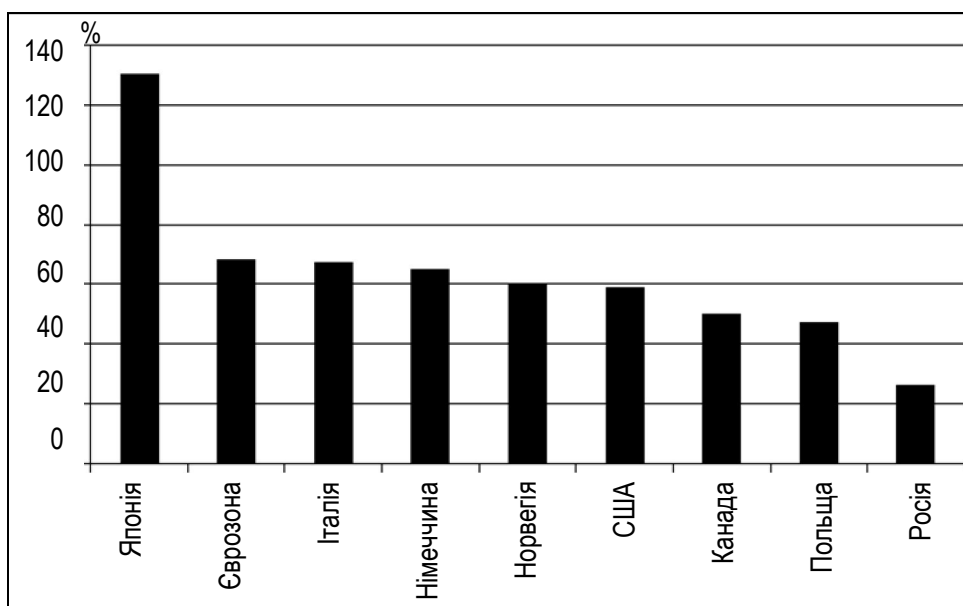


Рис. 3.2. Рівень монетизації економіки розвинутих країн (М2/ВВП) [17]

Розглянемо динаміку коефіцієнта монетизації в Україні у 1996-2006 рр. (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**Грошова пропозиція та коефіцієнт монетизації в Україні
у 1997-2006 рр.**

Показник	Рік									
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП, млн. грн.	93 365	102 593	130 442	170 070	204 190	225 810	267 344	345 113	44 142	537 667
Грошова пропозиція (М3), млн. грн.	12 541	15 705	22 070	332 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071	224 953
З них: М0	6 132	7 158	9 583	12 799	19 465	26 434	33 119	42 345	60 231	65 898
М1	9 050	10 331	14 094	20 762	29 796	40 281	53 129	67 090	98 573	107 711
М2	12 448	15 432	21 714	31 544	45 186	64 321	94 855	125 483	193 145	223 667
Рівень монетизації М0, %	6,6	7,0	7,3	7,5	9,5	11,7	12,4	12,3	14,2	12,2
Рівень монетизації М1, %	9,7	10,1	10,8	12,2	14,6	17,8	19,9	19,4	23,2	20,0
Рівень монетизації М2, %	13,3	15,0	16,6	18,5	22,1	28,5	35,5	36,4	45,5	41,6
Рівень монетизації М3, %	13,4	15,3	16,9	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	45,7	41,8

Наведені у таблиці 3.1 показники забезпеченості національної економіки грошовими коштами за період з 1997 по 2006 р. демонструють тенденцію до поступового зростання. Основою цього стало стабільне превалювання темпів зростання грошових агрегатів над темпами зростання ВВП, що разом з помірними темпами інфляції за цей період дозволяє говорити про високі абсорбційні властивості національної господарської системи щодо грошових ресурсів. При цьому нелінійний характер залежності змін показників монетизації від змін певних кількісних монетарних параметрів свідчить як про складність та багатофакторність процесів, які відбуваються у фінансовій сфері, так і про істотні перетворення у грошово-кредитних відносинах, які відбувалися у даний період [1]. Проте ми можемо спостерігати зниження показників монетизації економіки у 2006 році, що свідчить про зниження темпів зростання монетарних агрегатів.

Однак рівень монетизації економіки вважається достатнім тоді, коли коефіцієнт складає 70 % (або хоча б 60 %). В Україні на вересень

2006 року він становив 43,22 %. Потрібно зазначити, що заходи щодо утримання низького рівня коефіцієнта монетизації в Україні є вимушеними. За умови доведення у нинішніх умовах монетизації до оптимального значення НБУ своїми діями викликав би інфляцію приблизно 60 %.

Незважаючи на специфіку економічної ситуації та наявність значених факторів, які ускладнюють процес вивчення та аналізу трансмісійного механізму монетарної політики, зрозуміло, що процентний, кредитний та канал цін активів (включаючи валютний курс) діють, хоча і специфічно. Це підтверджують і результати досліджень, проведених за найпоширенішою у світі методикою оцінки дії каналів монетарної трансмісії – VaR-аналізу [20, с. 31].

Особливості функціонування процентного каналу в Україні пов'язані з використанням адміністративних важелів впливу, до складу яких входить і установлення обмежень на відсоткові ставки за кредитами та іншими процентними ставками грошового ринку. Така ситуація особливо була характерна для 90-х років ХХ ст., коли облікова ставка та рівень інфляції були основними факторами, на які спиралася процентна політика Національного банку, а норма обов'язкових резервів – основним інструментом регулювання грошового ринку. Сьогодні акценти змістилися на використання ринкових механізмів, які значно м'якше впливають на кон'юнктуру, а також є більш ефективними.

Крім того, вплив базової ставки рефінансування на економічну ситуацію у країні має специфічний характер. У промислово розвинутих країнах облікова ставка, як правило, є ставкою за тими операціями, які допомагають створювати найбільші обсяги грошової бази. Для української економіки залишається характерним домінування фіскальної політики над монетарними важелями управління, а облікова ставка є своєрідним індикатором стану монетарної сфери для учасників грошового ринку, які досить часто прив'язують до її динаміки процентні ставки за кредитами та депозитами, використовуючи метод “ставка рефінансування +”.

Канал кредитування відіграє важливу роль у процесі передачі монетарних імпульсів. Це пояснюється, у першу чергу, структурою та ступенем розвитку фінансового ринку. В Україні основним фінансовим посередником є банківський сектор, а отже, через нього перерозподіляється найбільша частина фінансових ресурсів. У такій ситуації можна говорити про обмеженість можливих джерел фінансування підприємств. Все це веде до того, що зміни у монетарній політиці сильніше впливають на пропозицію капіталу, а зміна умов кредитування – на реальний сектор економіки. У розвинутих країнах подібна ситуація характерна для малих та середніх підприємств, які мають обмежені можливості виходу на фінансові ринки. В Україні ж і великі підприємства стикаються

із проблемою залежності від банківських позик та умов кредитування, зважаючи на нерозвиненість фондового ринку.

Валютний канал, як правило, є одним із найважливіших шляхів передачі монетарного імпульсу у країнах з експортоорієнтованою економікою. З 2000 року в Україні було офіційно запроваджено режим плаваючого валютного курсу. Сьогодні він є одним із найважливіших індикаторів монетарної політики Національного банку, оскільки діє на інфляційні очікування господарюючих суб'єктів. Отже, валютний курс впливатиме на економічну ситуацію не тільки через сукупний попит та пропозицію, а ще й через очікування. Крім того, важливим є те, що національна грошова одиниця має прив'язку до американського долара, а це означає, що усі коливання курсу останнього також призводитимуть до змін у попиті на гроші. Висока відкритість економіки України говорить про значну залежність стану платіжного балансу від курсу, тому спостерігається свідоме заниження валютного курсу порівняно із паритетом купівельної спроможності.

Особливістю української моделі передавального механізму є також наявність каналу очікувань, що пояснюється низьким ступенем довіри до урядової та монетарної політики. Це провокує виникнення песимістичних очікувань та блокування стимулів до подальшого економічного зростання. Так, підвищення розрахункового рівня доларизації у 2006 році свідчить про посилення інфляційних та девальваційних очікувань, що були викликані підвищенням цін на газ. Результатом також можуть бути неадекватні реакції суб'єктів господарювання на коливання процентної ставки, а також непередбачувані зміни у її динаміці.

За цих умов перспективним напрямком роботи стає виявлення якомога більшої кількості окремих взаємозв'язків грошово-кредитних та макроекономічних змінних, що надалі дозволить побудувати гнучку модель трансмісійного механізму, яка могла б бути використана у практиці монетарного регулювання.

РОЗДІЛ 4

ВИБІР ОПТИМАЛЬНОГО РЕЖИМУ ОБМІННОГО КУРСУ ЗА УМОВ ПЕРЕХОДУ ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

4.1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО КЛАСИФІКАЦІЇ РЕЖИМІВ ВАЛЮТНИХ КУРСІВ

Останнім часом на різних рівнях активізувалися дискусії щодо того, який режим валютного курсу є найприйнятнішим для України та який його рівень повинен бути на сьогодні і в середньостроковій перспективі. Існують різні думки з цього приводу. Одні експерти критикують політику підтримки стабільності номінального обмінного курсу та ратують за впровадження його плаваючого режиму, за якого курс визначався б лише під дією ринкових сил. Інші – заперечують будь-які коливання курсу, наголошуючи на втратах для економіки.

Щоб відповісти на запитання, який же режим обмінного курсу є найбільш прийнятним для України сьогодні чи при переході до інфляційного таргетування, необхідно спочатку розглянути макроекономічні умови, за яких формувалась валютно-курсова політика.

На початку становлення ринкових відносин в Україні, що характеризувався макроекономічною нестабільністю, недовірою до національної валюти, скороченням виробництва, масовим дефіцитом споживчих товарів та повальним їх імпортом, рішення про таргетування валютного курсу (підтримку стабільності номінального курсу гривні щодо долара США) дало можливість стабілізувати ситуацію, надало економіці певний “номінальний якор”. Завдяки прив’язці валютного курсу економічні суб’єкти отримали можливість планувати свою діяльність, інвестиції та виробництво, що стало тим елементом стабільності, без якого бізнес не має змоги реалізовувати власні програми розвитку.

Водночас слід нагадати, що вперше курсової стабільності вдалось досягнути лише у 1996-1997 рр. – усі попередні спроби підтримувати на певному рівні валютний курс були невдалими. Дестабілізуючим чинником була бюджетна політика, що вимагала емісійного фінансування значного дефіциту бюджету. У 1996-1997 рр. дефіцит хоча і залишався значним (5-6 % ВВП), та все ж відчутно скоротився порівняно з показниками першої половини 90-х років ХХ ст. І головне – більше не фінансувався безпосередньо емісійними коштами НБУ: фінансування відбувалося переважно через участь нерезидентів у внутрішньому ринку ОВДП. Це створило ілюзію фінансової стабільності, яка через

невважену бюджетну політику та відсутність глибинних змін у реальному секторі довго підтримуватися не могла та цілком логічно завершилася валютною кризою 1998 р. Пристосування економіки до нових умов тривало понад два роки, протягом яких гривня девальвувала щодо долара США майже втричі [47, с. 8]. Починаючи з 2000 року, Національний банк України фактично здійснює політику умовно фіксованого курсу гривні до долара США, при одночасних спробах продовжувати вплив на обсяги кредитування та ліквідності в економіці (формально використовуючи досить широкий набір інструментів). На відміну від режиму валютного бюро (currency board), курс гривні не зафіксовано постійно – НБУ залишає за собою право його змінювати у визначених межах (прикладом є ревальвація гривні навесні 2005 р.). Подібний режим, який можна віднести до “проміжних” або “гібридних”, здатний працювати, однак тільки в умовах закритої або напівзакритої економіки.”

Протягом 90-х років ХХ ст. загальноприйнятою серед економістів-науковців та дорадницьких інституцій, таких як МВФ, вважалась думка про те, що лише, так звані “кутові рішення” (corner solutions) – єдино прийнятні: зовнішні валюти або валютні ради, з одного боку, чи повністю гнучкі валютні курси – з іншого, – можуть запобігати валютним кризам, що однаково вражають як розвинуті, так і менш розвинуті країни.

Сьогодні ми можемо спостерігати ознаки зростаючої підтримки проміжних режимів, особливо у нових ринкових економіках.

Фахівці з МВФ зараз більш прагматично припускають, що “...жоден з режимів валютних курсів не є гідним за будь-яких випадків для усіх членів...” [74; 82].

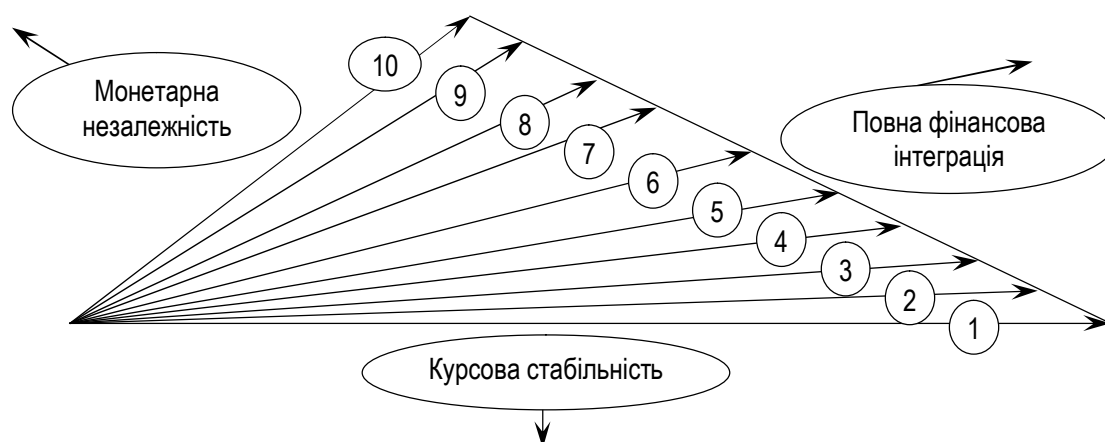
Очевидний конфлікт між “кутовими рішеннями” та так званими “проміжними рішеннями” може бути вирішений шляхом припущення, яке полягає в тому, що кутові рішення є найкращими у довгостроковому періоді, особливо в тих країнах, що успішно лібералізували і капіталізували внутрішні фінансові інституції, а потім лібералізували їхні зовнішні рахунки капіталу.

Проміжні рішення, натомість, часто виявляються найкращими для перехідних періодів, до завершення внутрішньої та зовнішньої лібералізації.

Проміжне рішення визначається як будь-яке становище між чистим плаванням та монетарним союзом. Корисно розташувати ці становища щодо добре відомої так званої “неможливої трійці”: монетарної незалежності, стабільності валютного курсу та повної фінансової інтеграції (рис. 4.1).

Ми вирішили виділити 2 “кутові рішення” (монетарний союз та вільне плавання), а також 8 проміжних: від повної заміни національної валюти (доларизації) до керованого плавання.

Таким чином, на основі даних рис. 4.1 можна побудувати таблицю, в якій здійснено детальну класифікацію та охарактеризовано основні режими валютних курсів (табл. 4.1).



**Рис. 4.1. “Кутові та проміжні рішення”
в системі валютних режимів:**

- 1 – монетарний союз (monetary union);
- 2 – повна заміна національної валюти іноземною, наприклад, доларизація (dolarization);
- 3 – валютне бюро (currency board);
- 4 – фіксована прив’язка до іноземної валюти (fixed peg);
- 5 – горизонтальна прив’язка (peg within horizontal band);
- 6 – повзуча прив’язка (crawling peg);
- 7 – фіксований валютний коридор (fixed band);
- 8 – повзучий коридор (crawling band);
- 9 – кероване плавання (managed float);
- 10 – вільне плавання (pure float).

Режим фіксованого валютного курсу є найбільш сприятливим за умови внутрішніх кризових ситуацій у нестабільній економіці. Він забезпечує нижчі темпи інфляції та досить стабільні умови для зовнішньоекономічної діяльності, бо створює можливість прогнозувати розвиток ситуації в країні.

Фіксований курс дає змогу досягти і певних макроекономічних показників. Теоретично обмінна вартість національної грошової одиниці може бути розрахована у такий спосіб, щоб забезпечити стабілізацію будь-якого макроекономічного показника: попиту на гроші, сукупного попиту, індексу імпортних цін тощо. Одним із головних питань, які стоять перед центральним банком при встановленні фіксованого валютного курсу, є пошук певного міжнародного стандарту, на який буде зорієнтована вартість національної грошової одиниці. Як правило, курси національних валют перебувають у жорсткій відповідності з долларом США або євро.

Класифікація режимів валютних курсів

№ пор.	Вид режиму обмінного курсу	Характеристика
1	Фіксований, у тому числі:	<ul style="list-style-type: none"> - офіційний фіксований курс, який вводять державні органи (центральний банк країни) в умовах валютних обмежень для обміну національної валюти на іноземну; - є обов'язковим для всіх (або тільки для певної частини) валютних операцій; - його введення призводить до виникнення "чорного ринку"
1.1	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II	<ul style="list-style-type: none"> - механізм ERM-II зобов'язує країни протягом двох років утримувати курси національних валют у межах 15 % від оголошеного Європейським центробанком; - приєднання до ERM-II є необхідною умовою для подальшого входження до Єврозони
1.2	Валютне бюро (валютна рада)	<ul style="list-style-type: none"> - курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку; - грошова база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку; - центральний банк відмовляється від будь-яких активних операцій з внутрішніми активами (стерилізації); - зміни в грошовій базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах
1.3	Доларизація (євроізація)	повна заміна національної валюти іноземною, наприклад, долларом США або євро
2	Вільно плаваючий	<ul style="list-style-type: none"> - рівень офіційного валютного курсу визначається винятково на валютному ринку під впливом попиту та пропозиції, які залежать від стану платіжного балансу країни, співвідношення відсоткових ставок і темпів інфляції, очікувань учасників ринку, офіційних валютних інтервенцій тощо; - центральний банк не втручається в процес курсоутворення
3	Змішаний, у тому числі:	проміжний між фіксованим та гнучким режимами валютного курсу
3.1	Фіксована валютна прив'язка	"прив'язка" до сильної валюти (валюти-лідера) або кошика валют (наприклад СПЗ) з коридором ± 1 %
3.2	Горизонтальна валютна прив'язка	"прив'язка" із коридором більш ніж ± 1 %
3.3	Повзуча прив'язка	"прив'язка" із паритетом, що періодично коригується у фіксованому обсязі за фіксованими, раніше оголошеними ставками, або у відповідь на зміни в обраних кількісних показниках
3.4	Фіксований валютний коридор	встановлені державою на певний період часу максимальна та мінімальна межі коливання офіційного валютного курсу
3.5	Повзучий валютний коридор	повзучі "прив'язки" у поєднанні з валютними коридорами більш ніж ± 1 %
3.6	Кероване плавання	плавання без наперед оголошеного руху валютного курсу: активні інтервенції центрального банку без готовності слідувати наперед визначеній меті або руху валютного курсу

Режими фіксованих валютних курсів означають зобов'язання постійної підтримки конкретного курсу національної валюти щодо іноземної незалежно від попиту та пропозиції на валютному ринку. При цьому коливання валютного курсу взагалі відсутні або можуть допускатися у межах до +1 %.

Режим валютного бюро є досить складним і полягає у дотриманні кількох принципів:

- курс національної валюти до валюти-лідера фіксується назавжди у законодавчому порядку;
- монетарна база повинна мати 100-процентне покриття чистими міжнародними активами центрального банку;
- центральний банк відмовляється від будь-яких активних операції з внутрішніми активами (стерилізації); це означає, що зміни в монетарній базі відбуваються винятково в результаті змін у міжнародних активах.

При використанні механізму валютного бюро країна формально зберігає свою грошову одиницю, центральний банк як емісійний центр і можливість одержувати емісійний дохід (seigniorage) від розміщення валютних резервів на міжнародних ринках (цього немає при заміні національної валюти іноземною). Головна небезпека – це питання стійкості цього механізму і довіри економічних суб'єктів, побоювань, що раптом хтось захоче скасувати його або поміняти фіксований обмінний курс. Міжнародний досвід демонструє приклади режиму валютного бюро, що користується як повною довірою (Болгарія, Боснія та країни Прибалтики), так має і певні сумніви у стійкості цього механізму (наприклад, Аргентина наприкінці 90-х років минулого століття).

Режим валютного бюро можна ввести в Україні досить швидко, і він не радикально відрізнятиметься своєю інструментальною логікою від типу проміжного режиму, що використовувався протягом останніх 6 років. Він не буде також шоком для економічних суб'єктів і населення, що звикли до стабільного курсу. Крім того, у НБУ є достатній обсяг валютних резервів для забезпечення 100-відсоткового покриття монетарної бази [7].

Однак виникає кілька питань економічного та технічного характеру, які необхідно вирішити до введення цього режиму.

По-перше, – це вибір валюти-якоря. Дотепер гривня (як і більшість національних валют країн СНД) була фактично “прив'язана” до долара США. Американський долар відіграє найважливішу роль у зовнішній торгівлі України, домінує як валюта угод на фінансовому ринку, є найбільш популярним засобом платежу та у приватних

заощадженнях населення. У свою чергу, значення євро у міжнародній, особливо європейській торгівлі підсилуватиметься у зв'язку з потенційним розширенням Європейського економічного та валютного союзу (Зони євро). Якщо Україна серйозно думає про майбутню інтеграцію з Євросоюзом, вибір європейської валюти як якоря допоміг би переорієнтувати економіку в цьому напрямку. Керівництво Національного банку України регулярно ставить питання про можливість переорієнтації валютної прив'язки. Але парадокс полягає в тому, що поки питома вага євро у зовнішньоекономічних розрахунках України не зростає. Навіть із країнами ЄС чимало контрактів і дотепер укладають у доларах США. У цих умовах штучно переходити до прив'язки до євровалюти немає сенсу. Для цього розрахунки в євро повинні складати не менше 25 % зовнішньоекономічного обороту, зараз питома вага європейської валюти у розрахунках коливається на рівні 10 % [41, с. 58].

По-друге, при режимі валютного бюро центральний банк уже не може виконувати функції “кредитора останньої інстанції” у випадку настання кризи ліквідності в окремих комерційних банках або у всьому банківському секторі.

По-третє, центральний банк повинен або цілком призупинити, або суттєво обмежити функцію фінансового агента уряду.

Як уже зазначалося, до найбільш радикальних різновидів режиму фіксованого валютного курсу відносять монетарний союз та доларизацію (євроїзацію).

Монетарний союз та офіційна доларизація передбачають використання іноземної валюти замість національної. Дані режими можуть впроваджуватися двома шляхами – шляхом створення нової валюти для кількох країн (монетарний союз) та шляхом використання валюти певної країни паралельно або й замість національної (офіційна доларизація). Яскравими прикладами використання офіційної доларизації є Панама, Еквадор, Сальвадор.

Змішані (проміжні) валютні режими поєднують у собі риси режимів плавання та фіксації валютних курсів. При валютному коридорі коливання валютного курсу допускаються лише в певних межах. Коли валютні курси перебувають у межах валютного коридору, ситуація подібна до систем плавання валютних курсів, коли ж курси наближаються до меж коридору – до фіксації валютного курсу. Валютні коридори можуть мати горизонтальні або повзучі межі. Крім того, можуть застосовуватись і валютні коридори з комбінованими межами, в яких одна межа може бути повзучою, а інша – незмінною. Основна відмінність валютного тунелю від валютного коридору полягає у тому, що валютний коридор передбачає крайні межі коливань валютного курсу,

а валютний тунель – межі коливань навколо спеціально визначеного центрального значення.

Режими прив'язаних валютних курсів допускають коливання валютного курсу навколо певного показника в певних межах, тобто такі режими нагадують валютні тунелі. При повзучій прив'язці валютний курс прив'язується до певного центрального значення, яке регулярно змінюється на наперед задану величину. Існують також режими прив'язки з менш частими поправками. Прив'язка може здійснюватися до стабільної вільноконвертованої валюти, до СПЗ чи до спеціального штучно синтезованого кошика валют.

Для режиму керованого плавання характерна достатньо активна роль центрального банку у сфері валютного регулювання, хоча втручання центрального банку у функціонування валютного ринку не має систематичного характеру та здійснюється лише з метою згладжування значних коливань валютних курсів.

Вільно плаваючі курси являють собою співвідношення між національною грошовою одиницею та валютами інших країн, яке складається залежно від попиту та пропозиції валют на валютному ринку країни.

Плаваючі курси частіше використовуються в країнах із розвинутою ринковою економікою та високим рівнем доходу. Для успішного застосування плаваючого курсу необхідні економічна та політична стабільність держави, відсутність або незначні темпи інфляції, що досягається проведенням жорсткої монетарної та фіскальної політики. Водночас за вільного “плавання” валютних курсів зовнішні фактори меншою мірою впливають на стан національної економіки, оскільки плаваючий валютний курс вирівнює попит та пропозицію на іноземну валюту, змінюючись сам, а не змінюючи розмір валютних резервів. Отже, у разі використання плаваючого валютного курсу рух курсу іноземної валюти не впливає на монетарну базу, і центральному банку можна проводити свою власну грошово-кредитну політику, передбачаючи, що це не вплине значною мірою на стан платіжного балансу.

Хоча більшість країн Європи та світу не застосовує плаваючих режимів обмінних курсів (табл. 4.2), в останнє десятиліття усе більше країн переходить до гнучких валютних режимів (наприклад, Бразилія, Ізраїль, Польща, Чилі).

Ця тенденція, очевидно, збережеться, тому що в умовах зростаючої глобалізації країни з негнучкими валютно-курсовими режимами наражаються на ризики, пов'язані з мінливістю потоків капіталу. Гнучкі валютні режими, як правило, забезпечують кращий захист від зовнішніх шоків і більшу незалежність грошово-кредитної політики.

Режими валютних курсів у деяких країнах [8]

№ пор.	Країна	Режим валютного курсу
1	Азербайджан	Фіксований курс
2	Болгарія	Валютне бюро (Currency board)
3	Боснія	Валютне бюро (Currency board)
4	Вірменія	Фіксований курс
5	Грузія	Фіксований курс
6	Естонія	Валютне бюро (Currency board)
7	Казахстан	Фіксований курс
8	Кіпр	Керований плаваючий курс
9	Латвія	Валютне бюро (Currency board)
10	Литва	Валютне бюро (Currency board)
11	Молдова	Керований плаваючий курс
12	Польща	Вільно плаваючий курс
13	Росія	Повзуча прив'язка
14	Румунія	Керований плаваючий курс
15	Словаччина	Керований плаваючий курс
16	Словенія	Фіксований курс у рамках механізму ERM-II (до 01.01.2007)
17	Туреччина	Вільно плаваючий курс
18	Угорщина	Валютний коридор
19	Україна	Фіксований курс
20	Хорватія	Фіксований курс
21	Чехія	Керований плаваючий курс

Разом з тим, чимало країн не бажають вводити плаваючий валютний курс саме через побоювання надмірної мінливості, а також зменшення можливості контролювати інфляційні очікування. Крім того, їх турбує можливість планомірного відходу від фіксованого режиму, тому що це вимагає завчасної підготовки, правильного вибору термінів і надійної основи економічної політики.

4.2. ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ ПЕРЕХОДУ ДО БІЛЬШОЇ ГНУЧКОСТІ ВАЛЮТНОГО КУРСУ В УКРАЇНІ

Сьогодні Україна, як і багато інших країн з трансформаційною економікою, постала перед необхідністю вирішення дилеми: підтримувати існуючий “де-факто” режим фіксованої прив'язки до долара США (із незначними коливаннями) чи перейти до режиму, за якого обмінний курс коливатиметься у значно ширших межах [37, с. 5].

Отже, наступним етапом дослідження є розгляд можливостей і механізму переходу до режиму гнучких валютних курсів для країн з трансформаційною економікою, зокрема, України. Нами були резюмовані ключові питання теорії та практики, що мають бути врахованими країнами, які прийняли рішення про перехід до таргетування інфляції та запровадження ринкового валютного курсу.

Перш за все, у країні має бути створений великий за обсягом і ліквідністю валютний ринок для визначення і встановлення валютного курсу. Валютні ринки більшості країн з трансформаційною економікою є незначними за обсягами, неліквідними та неефективними, що певною мірою пояснюється тим, що вони роблять занадто великий акцент на валютне регулювання. Незмінність валютного курсу перешкоджає динамічному розвитку валютного ринку, тому що його учасники майже не мають стимулів до вивчення тенденцій змін валютного курсу, відкриття валютних позицій або управління ризиками.

Крім того, центральний банк, що застосовує режим фіксованого курсу, як правило, сам змушений діяти на ринку, що обмежує міжбанківську активність.

Які ж заходи можуть вживатися країнами для збільшення обсягів і підвищення ефективності валютних ринків?

Найважливішим кроком є введення певної гнучкості валютного курсу. Коливання курсу, навіть незначні, швидко створюють для суб'єктів ринку стимули до збору інформації, формування стратегій щодо здійснення операцій з іноземною валютою та управління валютними ризиками.

Важливо, щоб перший крок щодо введення гнучкого валютного курсу – незалежно від темпів переходу – був досить значним, щоб створити уявлення про двосторонні ризики, пов'язані зі зміною валютного курсу. Наявність двостороннього ризику спонукає учасників ринку відкривати як короткі, так і довгі позиції.

До інших заходів, що можуть прийматися країнами для подальшого розвитку валютного ринку, належать:

- зменшення ролі центрального банку як маркет-мейкера, включаючи встановлення ним курсів купівлі та продажу, тому що виконання подібної функції зменшує сферу діяльності інших учасників ринку. Замість цього центральний банк може стимулювати розвиток ринку, скоротивши до мінімуму власні операції з банками та приймаючи ринкові ціни, що сформувалися. Наприклад, у Туреччині після того, як на початку 2001 року було введено плаваючий курс ліри, центральний банк поступово відійшов від проведення операцій на валютному ринку, примусивши його учасників торгувати між собою;

- збільшення обсягу ринкової інформації про джерела іноземної валюти та її використання, а також про тенденції зміни платіжного балансу країни для того, щоб учасники ринку могли сформулювати власну обґрунтовану думку про валютний курс і майбутню грошово-кредитну політику й ефективно оцінювати валютні курси;
- поступове скасування правил, що обмежують ринкову діяльність, таких як: вимога обов'язкового продажу іноземної валюти, податки і додаткові збори з валютних операцій, а також обмеження на міжбанківські угоди. До інших можливих заходів належать уніфікація валютних ринків та послаблення обмежень на поточні операції й окремі операції з капіталом;
- уніфікація та спрощення валютного законодавства, недопущення частих або спеціальних змін. Чітко встановлені, прості та зрозумілі закони і норми валютного регулювання дозволять підвищити прозорість ринку і зменшити операційні витрати;
- сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над проведенням строкових валютних операцій [14, с. 22].

Щодо Національного банку України, то одним із основних напрямків його діяльності зі збалансування валютного ринку є продовження поступової лібералізації системи валютного регулювання та валютного контролю.

Так, наприклад, на початку березня 2005 року було скасовано двовідсоткове обмеження щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкових іноземних валют від їхнього офіційного курсу, з 1 квітня скасовано вимогу обов'язкового продажу 50 % надходжень в іноземній валюті на користь резидентів України. З 24 квітня 2005 року втратив чинність порядок, за яким клієнт банку мав надавати в пакеті документів на купівлю іноземної валюти довідку державної податкової адміністрації, а сам банк – формувати реєстр за кожною операцією з купівлі іноземної валюти та подавати його на розгляд до податкового органу.

Здійснюючи певні кроки з лібералізації валютних операцій, НБУ водночас забезпечує прозорість їх проведення та дієвий контроль за ними з боку уповноважених банків.

Багаторічні зусилля Національного банку, спрямовані на розбудову і зміцнення валютного ринку України, дали можливість забезпечити:

- створення відповідної моделі валютного ринку, розвиток його інфраструктури та механізмів проведення торгів і режимів курсоутворення;
- поступовий розвиток валютного ринку – диверсифікацію валютної структури та залучення в обіг усе зростаючих обсягів валютних коштів;

- накопичення та підтримання на необхідному рівні золотовалютних резервів Національного банку України для проведення дієвої девізної політики;
- можливість своєчасного отримання (купівлі) іноземної валюти вітчизняними підприємствами-імпортерами та її продажу експортерами тощо.

З метою переорієнтації структури зовнішніх запозичень резидентів з короткострокових на довгострокові Національний банк запровадив один із поширених у міжнародній практиці інструментів регулювання руху капіталу, а саме – обов’язкові резервні вимоги. Також упроваджуються прозоріші правила та процедури розрахунків, пов’язаних з інвестиційною діяльністю [50, с. 8].

На сьогодні вітчизняному валютному ринку притаманний широкий спектр операцій, включаючи й арбітражні. Це наближає ринок до стандартів ЄС та допомагає реалізувати основну стратегічну мету, визначену законодавством, – забезпечення стабільності національної валюти.

Наступним кроком при переході до плаваючого валютного курсу є розробка центральним банком країни спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій.

За режимів фіксованих курсів терміни й обсяги інтервенцій, як правило, є невідконтрольними центральним банком. За гнучких режимів інтервенції здійснюються на розсуд центрального банку, коли це необхідно для усунення незбалансованості валютних курсів, підтримки спокою на валютному ринку, збільшення офіційних резервів і забезпечення пропозиції іноземної валюти. Таким чином, валютні інтервенції повинні бути вибірковими й обмеженими.

З огляду на розмаїтість методологій оцінки рівноважного валютного курсу, іноді буває важко знайти і виміряти незбалансованість попиту та пропозиції іноземної валюти. Короткострокові зміни валютного курсу не завжди виправдовують проведення інтервенцій. Мінливість валютного курсу може бути результатом зміни економічних детермінантів або появи нової інформації і може відбивати процес визначення ринком рівноважних цін. Більш того, незважаючи на широко розповсюджену думку про те, що мінливість валютного курсу може призводити до реальних економічних втрат, емпіричні дослідження цього не підтверджують.

Як свідчить досвід Мексики, Туреччини та Чилі офіційні інтервенції не завжди є ефективним інструментом впливу на валютний курс або зменшення діапазону його коливань. Навпаки, саме інтервенції досить часто призводять до збільшення мінливості валютного курсу.

Інтервенції є більш ефективними, якщо вони здійснюються відносно нечасто, завдяки посиленню фактора несподіванки та зміцненню довіри учасників ринку до твердого наміру центрального банку підтримувати гнучкий валютний курс.

Позитивним фактором є прозора політика інтервенцій. Багато країн, зокрема Туреччина та Філіппіни, підтвердили свою прихильність гнучкому валютному курсу, підкресливши, що інтервенції не застосовуватимуться для таргетування валютного курсу. Крім того, прихильність держави визначеним цілям інтервенцій дозволяє ринку контролювати валютні операції центрального банку і забезпечує його підзвітність за їхнє проведення. Яскравим прикладом прозорості є публікація інформації про політику інтервенцій в Австралії та Швеції з чітким зазначенням мети та причин їхнього проведення [14, с. 21].

Враховуючи стійку тенденцію до перевищення на міжбанківському валютному ринку пропозиції іноземної валюти над попитом, у серпні 2005 року Правління НБУ прийняло ряд постанов щодо подальшої лібералізації валютного ринку. Це, зокрема, дало змогу оптимізувати процес торгів на міжбанківському валютному ринку, обмеживши втручання в нього Національного банку. Відтепер Національний банк має здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку лише задля того, аби нівелювати значні коливання обмінного курсу гривні до іноземних валют.

Скоригувавши політику проведення валютних інтервенцій, країнам необхідно встановити новий номінальний “якір” і переглянути основи грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від режиму фіксованого валютного курсу. Для вирішення цих двох задач необхідно створити значний потенціал і завоювати довіру. Для упорядкованої відмови від фіксованого режиму необхідно розробити стратегію переходу.

Труднощі розробки альтернативного номінального “якоря”, необхідного для стримування інфляційних очікувань, змушує більшість країн досить поступово відмовлятися від використання валютного курсу як об'єкта таргетування (і отже, від його фіксації). У ряді країн при переході до іншого номінального “якоря” використовували валютний коридор, що поступово розширювався, причому іноді протягом досить тривалого часу (наприклад, в Угорщині, Ізраїлі, Польщі та Чилі).

Деякі фахівці НБУ також дотримуються думки про подібний механізм переходу. Зокрема спочатку пропонується введення коридору у межах не більше 3 %. При цьому Національний банк не втручатиметься у дію ринкових сил та дозволить вільне встановлення курсу під їх дією. При виході курсу за ці межі НБУ здійснюватиме інтервенції, аби той повернувся до встановлених рамок [47, с. 9].

З одного боку, такий механізм забезпечуватиме збереження переваг стабільного валютного курсу як “номінального якоря” для економіки, й економічні суб’єкти будуть впевнені в тому, що гривня не вийде за певні межі. З іншого боку, вони поступово призвичаюватимуться до думки, що курс може змінитися, причому у будь-якому напрямку – як посилення, так і ослаблення. Це стимулюватиме дедоларизацію економіки, розвиток ринку інструментів хеджування валютного ризику. Із року в рік межі коридору, а отже, й дозволеного коливання обмінного курсу розширюватимуться, і врешті-решт їх буде знято взагалі, що означатиме перехід до валютного режиму вільного плавання. Паралельно відбуватиметься й поступова валютна лібералізація, розвиватимуться та міцнішатимуть банківська система і фінансові ринки.

Країни, яким вдалося планомірно провести відхід від режиму фіксованого курсу, як правило, вводили таргетування інфляції як альтернативний номінальний “якір” на тривалу перспективу. Значна тривалість перехідного періоду відбивала час, необхідний для створення належних інституціональних і макроекономічних умов.

Однак незалежно від забезпечення передумов для повноцінного таргетування інфляції, його основні елементи мають важливе значення для створення надійних засад грошово-кредитної політики. Зокрема режим грошово-кредитної політики має беззаперечно встановлювати пріоритет стабільності цін перед іншими завданнями, надавати операційну незалежність центральному банку, забезпечувати прозорість грошово-кредитної політики і підзвітність за її здійснення, демонструвати достатній потенціал для прогнозування інфляції і гарантувати відповідність заходів політики завданню збереження стабільності цін. Крім того, грошово-кредитна політика має велику довіру, якщо вона спирається на правило проміжного таргетування, засноване на прогнозах інфляції, і на офіційно встановлений процес розробки грошово-кредитної політики (наприклад, регулярні засідання комітету з грошово-кредитної політики з наступним випуском прес-релізів, а не спеціальні процедури прийняття рішень і передачі повідомлень).

Важливе значення при переході до режиму плаваючого валютного курсу посідає система управління валютними ризиками. Країна повинна обмежувати валютні ризики в усіх секторах економіки. Оскільки нарощування потенціалу учасників ринку з управління цими ризиками, а органів нагляду – з їхнього регулювання і контролю потребує певного часу, то для цього доцільно запровадити деякий перехідний період.

Фінансова криза 1994 року в Мексиці довела, що недоліки в управлінні ліквідністю в іноземній валюті можуть викликати валютну кризу. Аналогічним чином криза у Південно-Східній Азії показала, як нехеджовані валютні позики корпоративного сектора можуть призвести до масових збитків банків-кредиторів і різкого зростання попиту на іноземну валюту. Навіть, якщо банки забезпечують збалансованість зобов'язань і активів в іноземній валюті, використання короткострокових зовнішніх позик для фінансування довгострокових кредитів в іноземній валюті нехеджованим позичальникам створює для банків великі кредитні ризики і ризики нестачі ліквідності.

Комплексний аналіз валютних ризиків в усіх секторах економіки і управління ними є ключовим завданням для країн, що мають намір здійснити планомірний перехід до системи плаваючих курсів. Оцінка ступеня впливу валютного ризику, у свою чергу, вимагає детального аналізу валютної структури статей, термінів погашення, ліквідності та кредитної якості валютних активів і зобов'язань.

Незначний валютний ризик існує і при фіксованих валютних режимах, однак регулювання ризику та управління ним набуває особливого значення саме при системі гнучкого курсу. Управління валютним ризиком вимагає створення інформаційних систем для спостереження за джерелами ризику, розробки економіко-математичних моделей і методів перспективного аналізу для оцінки ризику, а також вироблення внутрішніх правил і процедур щодо ризику.

Переходячи до вирішення найважливіших питань грошово-кредитної політики, країни повинні визначити, коли їм починати лібералізацію рахунків операцій з капіталом: до переходу до більшої гнучкості валютного курсу або після нього.

Досвід країн з трансформаційною економікою вказує на ризики, пов'язані з лібералізацією рахунків операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу. Велика кількість країн були змушені відмовитися від фіксованого режиму обмінного курсу після різкої зміни спрямованості потоків капіталу в умовах відкритих рахунків операцій з капіталом (Мексика наприкінці 1994 року, Таїланд у липні 1997 року і Бразилія на початку 1999 року). Інші, маючи приплив капіталу і значний тиск на валютний курс, були змушені перейти до режиму гнучкого курсу, щоб уникнути "перегріву" економіки (Чилі і Польща у 90-ті роки ХХ ст.). Таким чином, навіть за сприятливих економічних умов відкриття рахунку операцій з капіталом до введення плаваючого валютного курсу може дестабілізувати стан внутрішньої ліквідності, спричинити макроекономічні диспропорції та викликати спекулятивні атаки [14, с. 22].

Однак навіть якщо рішення про режим гнучкого валютного курсу приймається до відкриття рахунку операцій з капіталом, це матиме певні макроекономічні наслідки.

Так, країни, що відкривають рахунок операцій з капіталом для припливу коштів, наражаються на ризик виникнення надлишкової ліквідності і стрімкого зростання обсягів кредитування. У загальному плані значна асиметрія ступеня відкритості рахунку операцій з капіталом може призвести до завищення (або заниження) валютного курсу щодо його довгострокового рівноважного значення. Наприклад, оскільки Китай є більш відкритим до припливу, ніж до відтоку капіталу, деякі фахівці вважають, що ревальвації юаня можна уникнути, стимулюючи відтік капіталу.

Таким чином, перехід до режиму гнучкого валютного курсу повинен підтримуватися за рахунок поступового усунення асиметрії в мобільності капіталу для полегшення упорядкованого коригування будь-якої можливої незбалансованості валютних курсів.

Нарешті, останнім проблемним питанням, що необхідно з'ясувати при введенні системи плаваючих валютних курсів, є питання щодо темпів такого переходу.

Поступовий підхід означає прийняття “дозованих” кроків при запровадженні плаваючого курсу, наприклад, шляхом переходу від прив'язки до однієї валюти, до фіксованої або повзучої прив'язки, до кошика валют і далі до поетапно розширюваного валютного коридору. Швидкий підхід, навпаки, вимагає менше проміжних етапів або взагалі їх не вимагає.

Одним із найголовніших визначальних чинників темпів переходу є ступінь розвитку фінансово-кредитних інститутів і ринків. За відсутності необхідних інститутів і ринків стратегія поступового переходу може бути більш доречною, оскільки вона дозволяє скоротити ризик надмірних коливань валютного курсу і її потенційно негативного впливу на довіру з боку учасників ринку, інфляційні очікування і стан платіжного балансу.

Стратегія швидкого переходу надає суттєві переваги за умови, що створено інституціональні засади для введення плаваючого валютного курсу. При наявності потужних макроекономічних позицій і пруденційній грошово-кредитній політиці швидкий перехід є більш доречним, ніж поступовий підхід. Він також забезпечує велику дискреційність валютних інтервенцій: відсутність зобов'язань дотримуватися визначеної траєкторії або коридору валютного курсу дозволяє центральному банку обмежити інтервенції і зберегти валютні резерви.

Якою б не була стратегія переходу, кожен новий крок повинний бути спрямований на створення двосторонніх ризиків при зміні валютних курсів. Наприклад, при встановленні валютного коридору необхідно, щоб він був досить широким для забезпечення коливань курсу в обох напрямках щодо центрального паритету. Крім того, важливо коригувати рівень валютного курсу для того, щоб гнучкість, що забезпечується коридором, не була швидко вичерпана в результаті можливої незбалансованості курсів.

Перехід до вузького коридору в умовах постійного тиску на обмінний курс може призвести до того, що курс досягне верхньої або нижньої межі, і органи грошово-кредитного регулювання будуть змушені або підтримувати його значення у межах коридору, або розширювати коридор. Часті коригування коридору, у свою чергу, можуть негативно впливати на довіру учасників валютного ринку і призводити до спекулятивного тиску з метою розширення меж коридору. Ці питання здобувають додаткової актуальності при відкритті рахунку операцій з капіталом.

Ретельна підготовка підвищує ймовірність того, що стратегія переходу – поетапна або швидка – буде успішною. Розробка багатьох оперативних заходів вимагає значного часу, і країни повинні починати підготовчу роботу до відмови від режиму фіксованих курсів (рис. 4.2).

Наприклад, вони можуть забезпечити цілий ряд попередніх умов:

- зміцнити незалежність центрального банку;
- збільшити потенціал прогнозування інфляції;
- підвищити ступінь прозорості грошово-кредитної політики;
- створити систему інформації з управління валютним ризиком;
- розширити інформацію щодо динаміки платіжного балансу.

Таким чином, необхідними стартовими передумовами для забезпечення поступового переходу до більшої гнучкості валютного курсу з урахуванням необхідності збереження стабільності на грошово-кредитному ринку України є:

- створення великого за обсягом і ліквідністю валютного ринку для визначення і встановлення валютного курсу (заходи, що можуть вживатися для подальшого розвитку валютного ринку, зазначені вище);
- максимально можлива лібералізація системи валютного регулювання та валютного контролю (кроки, що були зроблені у цьому напрямку, також перераховані вище);
- розробка НБУ спеціальної політики, що визначає мету, терміни й обсяги валютних інтервенцій для ефективного регулювання попиту та пропозиції на валютному ринку;

- введення таргетування інфляції як альтернативного номінального “якоря”, перегляд основ грошово-кредитної політики з метою її коригування при відмові від використання валютного курсу як об’єкта таргетування;
- запровадження ефективної системи управління валютними ризиками, зокрема сприяння розвитку ринку інструментів хеджування ризику (валютних деривативів) шляхом скасування заборони та контролю над строковими валютними операціями;
- чітке визначення термінів лібералізації рахунків операцій з капіталом;
- визначення політики щодо темпів переходу до гнучкої системи валютного курсу.

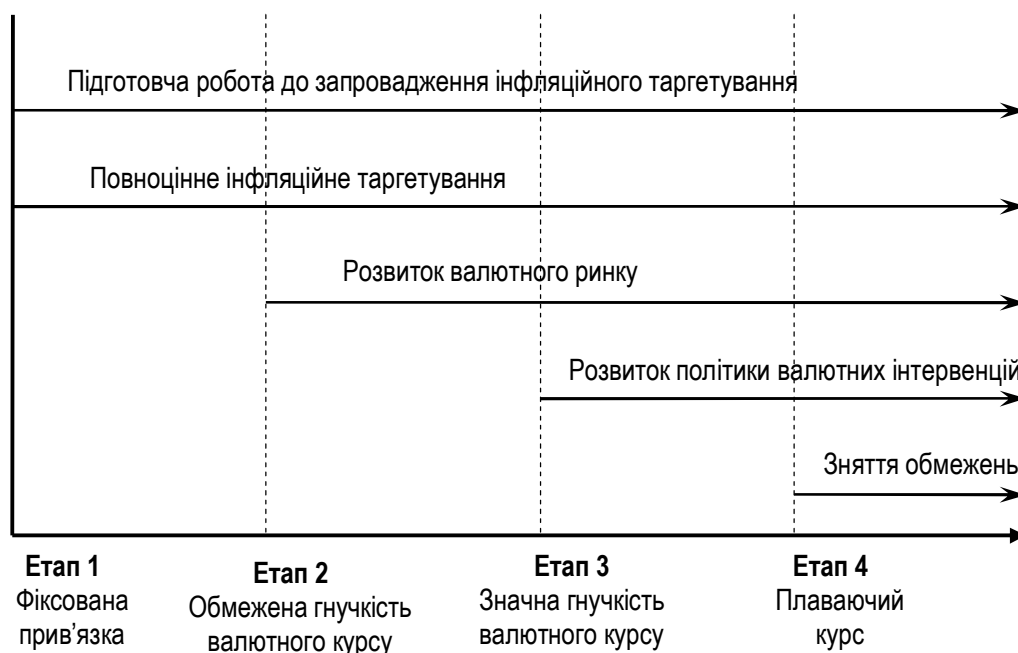


Рис. 4.2. Схема поступового (поетапного) переходу до режиму плаваючого валютного курсу

Залежно від особливостей, умов розвитку і стану фінансово-кредитної системи країни процес переходу до системи плаваючих валютних курсів може зайняти і три, і п’ять, і більше років [47, с. 9].

Як швидко вдасться пройти цей шлях Україні, нині сказати досить складно. Це залежатиме лише від того, коли інфляція стане контрольованою й економіка зможе сприймати її як “номінальний якор”, коли внутрішній ринок зміцніє достатньо, щоб визначати економічний розвиток.

Іншими словами, успіх залежатиме від того, чи відповідатимуть змінам у валютно-курсовій політиці розвиток реального сектора та

нововведення у податково-бюджетній сфері. Але тут на перший план виходять ті економічні реформи, відповідальність за впровадження яких покладено на уряд.

Таким чином, реформи податково-бюджетної та економічної політики мають забезпечити формування міцного внутрішнього ринку, завершення основних структурних перетворень в економіці, щоб її структура, інституційні характеристики та стан конкуренції відповідали вимогам ринкової економіки, спільного європейського ринку, до якого прагне Україна. Лише за таких умов можна буде ставити питання про успіх нової моделі валютно-курсової політики, орієнтованої на плаваючий валютний курс та перехід до таргетування інфляції.

РОЗДІЛ 5

ПРОБЛЕМИ ВЗАЄМОДІЇ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ ТА УРЯДУ В ПРОЦЕСІ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

5.1. КООРДИНАЦІЯ ЗАХОДІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ТА ФІСКАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ

Теоретичні дослідження відомих економістів світу та практичний досвід країн, які запроваджують інфляційне таргетування, свідчать, що успіх реалізації запропонованої монетарної стратегії та й у цілому макроекономічної політики держави залежить від злагоджених і скоординованих дій всіх ланок виконавчої влади, певних міністерств та відомств, що відповідають за розробку і запровадження фіскальної та грошово-кредитної політики [61, с. 6].

Сьогодні, в період пошуку шляхів запровадження інфляційного таргетування, в Україні одним з пріоритетних має бути питання визначення варіантів координації дій уряду та Національного банку в процесі переходу до новітньої монетарної стратегії.

Роль уряду при розв'язанні цього багатогранного завдання полягає в наступному.

1. Розробити план заходів, що забезпечували б створення передумов для запровадження подібного режиму в Україні.
2. Розробити чіткий механізм повідомлень про план дій на короткострокову та довгострокову перспективи кожним з агентів¹.
3. Відпрацювати ступінь відповідальності за оголошення та виконання оголошених таргетів по інфляції, виходячи з потреб бюджету, виробництва та адміністративних важелів впливу на ціни та тарифи на внутрішньому ринку України.

У цілому йдеться про розмежування сфер впливу на економічну політику держави та координацію дій в її розробці та реалізації.

Розмежування сфер впливу між монетарною й фіскальною політикою не є чимось незвичайним. У США, наприклад, процентні ставки -

¹ В багатьох країнах світу, зокрема Франції, Туреччині, Колумбії, урядові відомства та центральні банки публікують спільні меморандуми, листи про наміри стосовно планових заходів в макроекономічній політиці. Наприклад, Лист про наміри або Меморандум, який підписується керівництвом Міністерства фінансів та головою центрального банку містить такі положення: цілі у фінансовій політиці уряду на найближчий рік, орієнтири в монетарній політиці, цілі зовнішнього сектора країни [68; 69; 72].

встановлюються Федеральною резервною системою (Центробанком), а фіскальна політика перебуває в руках президента й Конгресу. У Великобританії Банк Англії встановлює процентні ставки, а уряд приймає рішення щодо рівня оподаткування й державних видатків. Але обов'язково повинна бути чітка розмежованість функцій: що є прерогативою центробанків, а що – урядів. Інакше результатом може виявитися хаос [69, с. 39].

Запровадження такої монетарної стратегії, як інфляційне таргетування передбачає, здебільшого, виконання деяких попередніх умов у галузі фіскально-монетарного регулювання, серед яких слід виділити:

- 1) інституціональну незалежність грошово-кредитної політики від фіскальної;
- 2) відсутність у органів, відповідальних за проведення грошово-кредитної політики, зобов'язань по таргетуванню інших показників, виконання яких може вступити в конфлікт із основною метою – рівнем інфляції – та специфічно взаємодіяти з фіскальною політикою [68, с. 9].

Говорячи про другу умову, потрібно мати на увазі, що її виконання не означає, що центральний банк повинен ігнорувати всі економічні проблеми, за винятком цінової динаміки. Навпаки, передбачається, що центральний банк зобов'язаний займатися розв'язанням питань, пов'язаних зі станом справ у реальному секторі, зовнішньоекономічним балансом, але в рамках установлених меж для інфляції. Таким чином, умовою успіху стратегії інфляційного таргетування можна вважати не унікальність інфляційної мети, а її пріоритетність щодо інших, які цілком можуть визначатись і досягатись, але лише при розумінні їхньої другорядності стосовно планових показників інфляції [67, с. 27].

Так, у багатьох країнах спостерігається адміністрування або контроль за цінами на широку групу товарів, які до того ж є важливим компонентом цінних індексів. Наприклад, в **Росії** особливу значущість мають тарифи на продукцію природних монополій. Відповідно будь-яке прогнозування інфляції повинне будуватися на великій інформативності органів грошового регулювання про наміри органів, так чи інакше відповідальних за встановлення окремих цін. Спроби домогтися бажаних результатів у сфері інфляції не заходами грошової політики, а простим директивним установленням або обмеженням цін, переведуть інфляцію в латентну форму, що загрожує товарним дефіцитом. Подібна політика може дискредитувати всю ідею таргетування інфляції [56, с. 32].

Зрозуміло, жоден центральний банк світу не може бути повністю незалежним від уряду, його впливу, але, за умов інфляційного таргетування, він повинен бути вільним у виборі інструментів для досягнення визначеного рівня інфляції.

Однією з першочергових вимог при запровадженні інфляційного таргетування є незалежність центрального банку – як економічна, так і політична, зокрема й від урядів країн.

Так, наприклад, **статус Банку Франції** визначається Монетарно-фінансовим кодексом Франції, згідно з яким основне завдання Банку Франції – визначення і проведення грошово-кредитної політики задля забезпечення стабільності цін. У межах, що не перешкоджають цим параметрам, він підтримує загальну економічну політику уряду [43, с. 19].

Згідно з Кодексом Банк Франції (в особі Голови, заступника Голови чи будь-якого члена Ради з питань грошово-кредитної політики) не може виконувати вказівок уряду чи будь-якої іншої установи. Банк Франції діє самостійно, а взаємодія з іншими державними органами має лише консультаційний характер, що розширює можливості його діяльності.

Законом Республіки Польща “Про Національний банк Польщі” встановлено, що основною метою діяльності Національного банку Польщі (НБП) є підтримка цінової стабільності. Водночас він здійснює підтримку економічної політики уряду, якщо це не обмежує виконання базових цілей НБП. Відповідно до закону центральний банк країни при виконанні своїх обов’язків діє самостійно від Уряду, підтримуючи його економічну політику в тому разі, коли вона не суперечить основним завданням НБП. З метою ефективного виконання своїх завдань НБП співпрацює з відповідними урядовими органами при розробці та впровадженні економічної політики, забезпечує належне виконання принципів монетарної політики, зокрема:

- подає на розгляд органам центрального уряду розробки щодо напрямів монетарної політики, доповідає про хід здійснення монетарної політики та про ситуацію в банківській системі;
- співпрацює з міністром фінансів у розробці фінансових проектів уряду;
- висловлює свою точку зору щодо проектів законодавства, які стосуються економічної політики;
- пропонує власне бачення проектів законодавства щодо банківських операцій та інших законодавчих актів стосовно банківської системи.

У відносинах з урядом НБП діє самостійно і не отримує від нього жодних вказівок щодо своєї діяльності. У відносинах із ним банк наділений правом дорадчої ініціативи.

Національний банк Чехії. Як зазначається у Законі Республіки Чехія “Про Національний банк Чехії”, центральний банк країни є юридичною особою публічного права, основне завдання якого, – це підтримка цінової стабільності. Національний банк підтримує

загальну економічну політику уряду лише за умови, якщо вона не суперечить його основній меті.

Згідно із зазначеним законом під час виконання свого основного завдання чи інших дій ані Національний банк Чехії, ані Правління банку не повинні чекати чи отримувати будь-які інструкції від президента республіки, парламенту, уряду, адміністративних органів тощо. Національний банк та уряд держави повинні інформувати один одного щодо принципів і заходів, пов'язаних із економічним та політичним життям країни [43, с. 20].

Отже, уряд України, в цьому аспекті, може сприяти врегулюванню на законодавчому рівні питання щодо посилення економічної та політичної незалежності НБУ.

Крім того, питання доцільності узгодження спільного прогнозу між Національним банком та урядом є актуальним для України з огляду на існування значних проблем з узгодженістю термінів розробки прогнозних та програмних документів, що потребує вирішення шляхом переговорів та знаходження компромісу задля досягнення загальної мети.

Об'єктивною передумовою запровадження інфляційного таргетування в Україні може бути відпрацювання спільного правового акта між урядом та Національним банком України щодо визначення та відповідальності за виконання цільового показника інфляції. Такий документ, на нашу думку, повинен законодавчо закріплювати спільні пріоритети діяльності НБУ та Кабінету Міністрів в досягненні цінової стабільності, оскільки рівень інфляції в Україні сьогодні має не тільки монетарну складову, на яку адекватно здатен впливати НБУ, але і політичну, соціальну, адміністративну складові, що цілком залежить від дій уряду. Йдеться про необхідність проведення прозорої політики з боку уряду в адмініструванні цін та мінімізації немонетарних чинників впливу на інфляцію (зокрема, тарифів і квот на експорт та імпорт).

5.2. УЗГОДЖЕННЯ ЗАВДАНЬ БЮДЖЕТНОЇ ТА БОРГОВОЇ ПОЛІТИКИ З ІНФЛЯЦІЙНИМИ ТАРГЕТАМИ

У контексті формування новітньої монетарної стратегії гострою залишається проблема існування впливу уряду на грошово-кредитну політику.

В умовах актуалізації незалежності грошово-кредитної політики країна не може проявляти симптоми “фіскальної домінанти”, тобто потреби податково-бюджетної політики не можуть диктувати способи застосування монетарних заходів. Так, за умов реалізації режиму інфляційного таргетування урядом України основна увага, на наш погляд, повинна приділятися питанням віднайдення компромісу між

грошово-кредитною політикою НБУ, з одного боку, та бюджетною і борговою політикою уряду, – з іншого.

Крім того, можна запропонувати розглянути можливість встановлення обмежень для фіскальної політики, які б стримували проведення занадто експансійної чи нестійкої в довгостроковій перспективі фіскальної політики, несумісної з грошово-кредитним регулюванням, спрямованим на підтримку цінової стабільності.

Як показують дослідження різних авторів, значний бюджетний дефіцит (особливо якщо він реалізується на фазі економічного зростання) викликає підвищення номінальних та реальних процентних ставок і відповідно знижує ефективність процентної політики центральних банків, яка в умовах застосування стратегії інфляційного таргетування є одним з найбільш дієвих інструментів реалізації монетарних заходів [67, с. 17].

Отже, якщо згідно із Законом України “Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу” пріоритетним напрямом зовнішньої політики нашої держави є інтеграція до Євросоюзу, доцільно взяти до уваги приклад ЄС, в якому рівень дефіциту бюджету для країн-членів обмежено 3 % ВВП, а рівень державного боргу – 60 % ВВП.

Крім того, слід мати на увазі те, що абсолютно неінфляційних методів фінансування дефіциту бюджету не існує.

По-перше, прямі кредити НБУ урядові на сьогодні заборонені законодавчо, і в активах балансу Національного банку лишилась заборгованість уряду з минулих років (цей найбільш інфляційний спосіб покриття бюджетного дефіциту зараз нейтралізований).

По-друге, внутрішні запозичення через емісію ОВДП вважаються неінфляційними, однак для них характерний “ефект витіснення”, тобто з грошового ринку вилучається частина вільних коштів на фінансування державних потреб, яка за інших умов могла бути використана на інвестування. Отже, державні запозичення витісняють з грошового ринку потенційні приватні інвестиції, що уповільнює економічне зростання в країні. Крім того, отримані за рахунок внутрішніх позик кошти згодом надійдуть в економіку через механізм бюджетних видатків, здебільшого, на споживання, тим самим живитимуть інфляційні процеси. Тому завданням уряду є використання позичених коштів на рефінансування державного боргу або ж потреби бюджету розвитку.

По-третє, зовнішні запозичення як джерело фінансування бюджетного дефіциту на сьогодні видаються найбільш прийнятними з погляду їх вартості, проте в їх механізмі також міститься значний дестабілізуючий чинник – “ефект чистого експорту”, згідно з яким приплив іноземної валюти внаслідок отримання зовнішніх позик справляє

підвищувальний тиск на курс національної валюти, а отже, сприяє погіршенню торговельного та платіжного балансу країни. При погашенні урядом зовнішньої заборгованості, навпаки, спостерігається девальваційний вплив на валютний курс та короткострокове стимулювання активних операцій платіжного балансу. Тут є також чимала інфляційна складова. Зокрема за умов жорсткого валютного курсу при викупі Національним банком валюти, отриманої за іноземними позиками, відбудуватиметься додаткова гривнева емісія, яку доведеться відразу нейтралізувати іншими монетарними заходами, щоб не спровокувати інфляційний сплеск. Щоправда, при обслуговуванні та погашенні зовнішньої позики уряд потребуватиме додаткової іноземної валюти, провокуючи надмірний попит на валютному ринку та спустошуючи офіційні резерви центрального банку.

По-четверте, продаж державних активів або приватизація, очевидно, є тимчасовим та кількісно обмеженим джерелом фінансування бюджетного дефіциту. У разі використання отриманих коштів на поточні потреби бюджету підвищується імовірність інфляційної дії на економіку.

На наш погляд, роль уряду в цьому аспекті полягає в знаходженні правильного компромісу між способами покриття дефіциту бюджету та використанні отриманих коштів з метою сприяння економічному зростанню.

У свою чергу боргова політика повинна запроваджуватись з метою забезпечення створення умов для довгострокового розвитку внутрішнього фінансового ринку, що дозволило би на ринкових засадах здійснювати запозичення в обсягах, за вартістю та в термін, необхідні, з одного боку, для безперервного рефінансування попередніх боргів, а з іншого – достатні для фінансування поточного бюджетного дефіциту в межах 3-відсоткового бар'єру до ВВП.

Внутрішні фінансові ринки країни повинні бути достатньо розвинуті, для того щоб “поглинати” державні борги. Так, з метою розвитку ринку державних цінних паперів, на наш погляд, доцільним може бути активне залучення до цього процесу банківських установ (або створення окремих фінансових установ) як первинних дилерів, які б сприяли підвищенню ліквідності ринку та забезпечували прозору оперативну роботу щодо купівлі-продажу державних цінних паперів.

Крім того, Уряду доцільно було б сприяти розвитку повноцінного фондового ринку за рахунок забезпечення більш прозорої його діяльності та створенню законодавчих, інституційних, політичних передумов для всіх суб'єктів ринку здійснювати купівлю чи продаж цінних паперів, що сприятиме підвищенню ліквідності цього ринку, зростанню ділової активності, а також дасть можливість індикувати імпульси

щодо майбутнього стану економічної кон'юнктури. Створення таких небанківських фінансових інститутів, як інвестиційні фонди, фінансові та брокерські фірми подібно до тих, що діють у США, Великобританії, Швейцарії та інших країн з розвинутою економікою, забезпечуючи активну участь всіх ланок господарюючих суб'єктів на фінансовому ринку країни, прийатиме відпрацюванню нової інвестиційної моделі розвитку економіки України.

З огляду на те, що режим інфляційного таргетування може суперечити як проблемі мінімізації бюджетних видатків, так і меті економічного зростання в короткостроковому періоді, необхідно звернути увагу на такі позиції щодо гармонізації фіскальної та монетарної політики при інфляційному таргетуванні:

- 1) емісія Міністерством фінансів ОВДП повинна здійснюватись у розмірах, достатніх для проведення Національним банком операцій на відкритому ринку з метою регулювання ліквідності банківської системи;
- 2) співвідношення між внутрішніми та зовнішніми запозиченнями в межах 60 % загальної їх суми до ВВП слід скоригувати на користь внутрішніх, оскільки цей канал менш інфляційний та ризикований щодо курсових коливань;
- 3) зважаючи на сезонність інфляційних процесів (більша частка річної інфляції припадає на VI квартал), доцільно робити запозичення саме в цей період, а погашення – в низькоінфляційні місяці, що сприятиме стерилізації грошового ринку в пікові періоди. Для можливості ширшого маневру уряду з видатками бюджету протягом року доцільно підвищити норму нагромадження бюджетних коштів на єдиному казначейському рахунку з 2 до 5 % видаткової частини бюджету, суворо дотримуючись цієї межі, що дасть змогу достатньою мірою покривати касові розриви бюджету, але не зловживати політичною кон'юнктурою. Ця норма на сьогодні декларується в Бюджетному кодексі, однак на практиці не завжди виконується урядом;
- 4) Верховна Рада повинна запровадити практику прийняття середньострокової програми формування бюджету та державного боргу, узгоджену із середньостроковою метою інфляційного таргетування, організаційно тісно пов'язавши інтереси економічної та монетарної влади, як це, наприклад, зроблено у Словаччині. Так, наприклад, в програмі конвергенції для Словаччини на 2005-2010 рр., що розроблена Міністерством фінансів передбачено об'єднання зусиль в розробці та запровадженні економічної політики між фіскальними органами, монетарною та валютною політикою та структурними перебудовами в країні. При цьому в кожному з цих

напрямоків проголошуються середньострокові (на 3 роки) та довгострокові (до 5 років) цілі. Зокрема ця програма пропонує 3 головні цілі у фінансовій, монетарній політиці та ринку праці:

- середньострокова фінансова мета – це зниження дефіциту бюджету до 3 % ВВП до 2007 року та до 0,9 % ВВП до 2010 року;
- що стосується монетарної сфери, ключовим завданням є інтеграція в Зону євро, що очікується в 2009 році;
- головна середньострокова мета для ринку праці – це збільшення рівня зайнятості на 1-2 % щорічно.

При цьому ці мети були сформульовані в таких урядових документах:

- Програма конвергенції Словаччини на 2004-2010 рр.;
- Стратегія євроадаптації Словаччини;
- Національна програма реформ у Словаччині в 2006-2008 рр. [66].

Отже, питання боргового навантаження на Державний бюджет необхідно розглядати з точки зору реального, соціального та економічного ефекту, які і є оцінкою ефективності використання ресурсів, що акумулюються в результаті державних запозичень.

Перш за все це стосується організаційного визначення та законодавчого врегулювання питань управління державним боргом, формування цілісного законодавчого поля з регламентування реалізації боргової політики та інституційних основ її організації.

Подібні правила та обмеження повинні бути відображені як у законодавстві, так і узгоджуватися з відповідними стратегіями Уряду України. Мова насамперед йде про Закон України “Про державне прогнозування та розроблення програм економічного та соціального розвитку України” від 23.03.2000 № 1602-III, постанову Кабінету Міністрів України “Про розроблення прогнозних і програмних документів економічного і соціального розвитку та складання проекту Державного бюджету” від 26.04.2003 № 621.

5.3. МІЖІНСТИТУЦІЙНА СПІВПРАЦЯ В РЕАЛІЗАЦІЇ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

Процес прогнозування основних макроекономічних показників та показників інфляції повинен відбуватись комплексно, а їх узгодження між відповідними урядовими структурами та Національним банком України повинне забезпечувати прозорість проведення фінансової політики уряду не тільки в короткостроковій, а і в, принаймні, середньостроковій перспективі.

На наш погляд, доцільно звернути увагу на такий момент: визначення інфляції як пріоритетного орієнтира грошово-кредитної політики

за нинішніх нормативних умов містить низку суперечностей. Згідно з чинним законодавством Основні засади грошово-кредитної політики мають розроблятися, виходячи з прогнозних макроекономічних показників, зокрема прогнозної інфляції. Таким чином, показник рівня інфляції, досягнення якого є пріоритетною метою грошово-кредитної політики, поки що прогнозується апаратом Міністерства економіки, а не Національним банком. Хоча відповідальність за його досягнення, виконуючи функцію дотримання стабільності національної грошової одиниці згідно з Конституцією та Законом України “Про Національний банк України”, покладено на НБУ.

Світова практика свідчить, що за умов монетарного режиму таргетування інфляції, суб’єктами таргетування можуть бути як центральний банк, так і уряд. Пріоритетне право центрального банку у формуванні інфляційних таргетів закріплено законодавством Швеції, Польщі, Мексики, Колумбії, Швейцарії, Перу. Урядові інстанції задають тон при визначенні контрольних цифр інфляції у Великобританії, де робиться послання міністра фінансів Комітету монетарної політики Банку Англії щодо зазначених показників; у Норвегії урядом приймається інструкція з монетарної політики. У таких країнах, як Нова Зеландія, Канада, Австралія, Ісландія відповідальність за визначення інфляційних орієнтирів більш рівномірно розподіляється між урядом та центральним банком [61, с. 6]. Детальніша класифікація країн за пріоритетом інституції – таргетера інфляції подано в табл. 5.1.

Таблиця 5.1

**Порядок встановлення цільового показника інфляції
в деяких країнах [61, с. 6]**

Інституція, яка встановлює цільовий показник інфляції	Країна
Уряд	Бразилія, Ісландія, Ізраїль, Норвегія, Великобританія
Центральний банк	Чилі, Колумбія, Фінляндія, Мексика, Польща, Швеція, Таїланд
Центральний банк спільно з урядом	Австралія, Канада, Чехія, Угорщина, Південна Корея, Нова Зеландія, Південно-Африканська Республіка

При цьому, документами, в яких відображається таргет, можуть бути:

- монетарна стратегія центрального банку (Польща, Чехія);
- прес-реліз центрального банку (Чилі, Швеція, Корея, Таїланд);
- директива уряду, послання міністра фінансів чи бюджетна промова (Ізраїль, Великобританія, ПАР, Норвегія);

- спільна заява уряду і центрального банку (Канада, Австралія, Ісландія);
- звіт про інфляцію (Мексика) [61, с. 5].

Виходячи з реалій української економіки, видається, що уряд разом з Національним банком повинен узгодити питання розробки та відповідальності за оголошення та виконання цільового показника інфляції за умов запровадження режиму інфляційного таргетування в Україні.

Отже, практичне запровадження інфляційного таргетування в Україні не можливе без розв'язання проблеми міжінституційної взаємодії Кабінету Міністрів та Національного банку, узгодження на середньострокову перспективу заходів податково-бюджетної і грошово-кредитної політики, тісної співпраці монетарної та економічної влади в питаннях розподілу повноважень та відповідальності перед суспільством за встановлення і дотримання цільового показника інфляції.

РОЗДІЛ 6

ПРОБЛЕМИ КОМУНІКАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В КОНТЕКСТІ ПЕРСПЕКТИВ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

6.1. ТРАНСПАРЕНТНІСТЬ ЯК СКЛАДОВА ЕФЕКТИВНОЇ КОМУНІКАЦІЇ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

Останніми роками значно зросла кількість країн, які включили або розглядають питання про включення таргетування інфляції до організаційно правової бази грошово-кредитної політики. Реалізація цієї монетарної стратегії пов'язана з публічним оголошенням цільових орієнтирів з інфляції і зобов'язанням центрального банку досягти цих цілей. Це стає критерієм підзвітності центрального банку і допомагає зафіксувати інфляційні очікування.

Відомо, що для реалізації інфляційного таргетування необхідні, як мінімум: незалежний центральний банк і довіра до нього, політична підтримка для стабільності цін, вільно плаваючий курс, розвинуті фінансові ринки і стабільна банківська система, аналітично-прогнозні розробки (обґрунтування базової інфляції, механізму трансмісії), прозора інформаційна політика.

З іншого боку, комунікаційний ефект монетарної політики на етапі переходу і в період запровадження стратегії інфляційного таргетування визначається наявністю значної кількості формальних і неформальних передумов.

По-перше, такою передумовою є існування відповідних “ринкових атрибутів” (фінансових ринків), реакція яких може визначати чи обумовлювати певні тенденції в економіці. Умова мінімум: стабільність банківської системи і наявність ефективно функціонуючих, конкуруючих ринків акцій, корпоративних і державних облігацій як джерела альтернативних ресурсів для реального сектора економіки і засобу абсорбції капіталу в країні.

По-друге, необхідна дієва система каналів монетарної трансмісії, що відповідає стандартам реалізації певного монетарного режиму. Як апріорі: інфляційне таргетування технічно реалізується за умови дієвості саме процентного каналу монетарної трансмісії в економіці країни. З іншого боку, чітка ідентифікація каналів трансмісії є не стільки засобом формування прозорого інформаційного

простору поінформування ринків і передачі комунікаційних сигналів, скільки мінімальною умовою реалізації режиму інфляційного таргетування через застосування системи моделей і прогнозів. Припускається, що центральний банк повинен брати до уваги всю наявну про цей режим інформацію, яку необхідно зважувати у системний спосіб щодо її доречності для прогнозу інфляції.

По-третє, потрібна абсолютна довіра економічних агентів, суспільства в цілому до органів монетарної влади; непохитна репутація центрального банку, що стає реальністю через реалізацію стандартів відповідальності центрального банку в умовах дійсної політичної і економічної незалежності. Вважається, що інфляційне таргетування добре вписується у сучасні тенденції діяльності центральних банків, що, в свою чергу, підкреслює незалежність центрального банку, яка урівноважується підходом, що базується на системі правил монетарної політики, прозорістю та звітністю.

У демократичному суспільстві прозорість, підзвітність і відповідальність є природним доповненням незалежного центрального банку. Забезпечення прозорості означає відкритість процесу прийняття внутрішніх рішень, роз'яснення того, яким чином за допомогою монетарного інструментарію центральний банк виконує свої завдання. Прозорість вимагає чіткого формулювання стратегії монетарної політики і своєчасної публікації всіх статистичних даних і прогнозів, на яких центральний банк засновує свої рішення. Отже, прозорість і стратегія ефективної комунікації мають вирішальне значення для формування очікувань фінансового суспільства щодо політичного курсу центрального банку, а також інфляційних очікувань громадськості у контексті реалізації режиму таргетування інфляції.

Прозорість є сутністю таргетування інфляції, оскільки вона є ключовим моментом у посиленні підзвітності і формуванні інфляційних очікувань; є попередньою умовою для контролю і спостереження за таргетуванням інфляції. Як складова відповідальності центрального банку, транспарентність повинна досягатися не за рахунок надання максимальної кількості інформації, що насправді може провокувати неадекватну реакцію ринку, а завдяки вивіреним якості самої інформації, інструментів і засобів її подачі для громадськості [80, с. 506; 86]. Саме тому стратегія комунікації центрального банку стає ключовим моментом у підвищенні ефективності грошово-кредитної політики у контексті таргетування інфляції.

У цьому контексті дотримання конкретних положень “Кодексу належної практики по забезпеченню прозорості у грошово-кредитній і фінансовій політиці”, розробленого управлінням з кредитно-грошових

і валютних питань МВФ [1], має особливо важливе значення для підвищення транспарентності діяльності центрального банку, формування стратегії комунікації, яка б найкращим чином співіснувала з обраними характеристиками інфляційного таргетування:

- необхідно, щоб обов'язки центрального банку в контексті таргетування інфляції та його операційна незалежність щодо досягнення поставленої відносно інфляції мети були чітко визначені у відповідному законодавстві або нормативному акті [15, с. 1];
- від центрального банку може бути потрібна інтенсифікація зусиль з інформування громадськості і прояснення цілей і організаційно-правових засад грошово-кредитної політики [15, с. 2];
- про рішення змінити цільовий орієнтир слід чітко і своєчасно оголосити і публічно пояснити причини ухвалення такого рішення [15, с. 2]. Аналогічно, рішення центрального банку щодо відхилення від цільового орієнтиру без відповідних компенсуючих дій необхідно чітко і своєчасно пояснити;
- більшість центральних банків, що здійснюють таргетування інфляції, відповідно до положень параграфу 2.4 Кодексу належної практики із забезпечення прозорості у грошово-кредитній і фінансовій політиці, на сторінках регулярних звітів про грошово-кредитну політику (або “звітів про інфляцію”) формують періодичні публічні заяви щодо ступеня досягнення цілей грошово-кредитної політики, а також про перспективи їх досягнення. До деяких з таких звітів, крім перспективної оцінки розвитку інфляції, включаються макроекономічні прогнози центрального банку [15, с. 2-3];
- форма подачі і випуск даних центральним банком, а також створення ним інформаційної служби сприяють збільшенню прозорості [15, с. 3] і допомагають зробити таргетування інфляції ефективним;
- таргетування інфляції виграє від того, що посадовці центрального банку виступають перед уповноваженими органами державної влади із звітами про грошово-кредитну політику і дають роз'яснення [15, с. 4]. На користь підтримки ефективного діалогу з громадськістю монетарній владі рекомендовано надати таким звітам більш формальний і структурований характер.

Вирішальним чинником у забезпеченні прозорості є той факт, як саме центральний банк зв'язується з цільовими групами, яку інформацію має намір надавати ринку, реакція яких сегментів цільової аудиторії представляє для центрального банку найбільший інтерес. Головні принципи комунікаційного процесу, які повинні бути дотримані, прозорість, передбачуваність і зрозумілість для громадськості.

6.2. ЗАСАДИ КОМУНІКАЦІЙНОЇ СТРАТЕГІЇ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ НА ЕТАПІ ПЕРЕХОДУ ДО ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

Проблема формування комунікаційної стратегії центрального банку є досить актуальною в контексті підвищення ефективності грошово-кредитної політики. Окрім цього, зазначена проблема є абсолютно новою в частині існуючих теоретичних напрацювань, запропонованих наукових концепцій. Особливої уваги заслуговують роботи зарубіжних науковців, зокрема Бернанке (Bernanke) [58], Бліндера (Blinder) [59], Карпентера (Carpenter) [62], Мішкіна (Mishkin) [86] та інших авторів.

Формування комунікаційної стратегії центрального банку припускає акцентування уваги на таких аспектах:

- 1) що повідомляється;
- 2) хто повідомляє;
- 3) кому (обґрунтування вибору цільової аудиторії, груп) і за допомогою чого повідомляють (механізми та інструменти комунікації);
- 4) коли повідомляють (чи існує системність у комунікаційних сигналах);
- 5) чи є відповідними (послідовними) комунікаційні сигнали представників монетарної влади прийнятим рішенням.

Інформаційні повідомлення, що виявляють основу комунікаційного процесу, можуть відрізнятися за змістом (про грошово-кредитну політику, економічні перспективи), статусом (офіційні/неофіційні), форматом подачі (нормативні документи, прес-релізи, інтерв'ю), системністю (приурочені безпосередньо до монетарних засідань або спонтанні), характером заяв (нейтральні або спонукальні до певної дії). Також важливо, щоб змістовність інформаційних повідомлень, у певному розумінні, відповідала характеру існуючих монетарних зв'язків, економічних і монетарних пріоритетів у коротко- і довгостроковому періодах. Тобто вибір змісту комунікаційних сигналів може визначатися специфічністю реакції національних фінансових ринків.

Так, наприклад, комунікаційна стратегія Банку Словаччини [65], розроблена до 2009 року, зосереджується на таких проблемах:

- досягнення встановленої інфляції відповідно до Монетарної програми Національного банку Словаччини, розробленої до 2008 року;
- пояснення змін, пов'язаних з членством в Євросоні;
- інформування громадськості про підготовку введення євро в наявному і безготівковому обороті;
- інформація про процес інтеграції фінансових ринків;

- інформація про гарантування ефективності системи платежів;
- економічні прогнози.

У короткостроковій перспективі, комунікаційна стратегія Банку Словаччини у сфері грошово-кредитної політики акцентувала увагу на:

- динаміці споживчих цін (інфляції);
- динаміці обмінного курсу в контексті перспектив приєднання до Зони євро;
- інформації про виконання Маастрихтських критеріїв.

Виходячи з того, що у своїх перспективах Національний банк України орієнтується на необхідність поступового переходу до монетарного режиму таргетування інфляції, доцільно визначити коло питань, обговорення яких з громадськістю підвищуватиме ступінь довіри до НБУ, збільшуватиме прозорість монетарної політики, сприятиме формуванню засад запровадження й реалізації таргетування цінової стабільності.

Прийняттю рішення про перехід до стратегії інфляційного таргетування в Україні має передувати широка роз'яснювальна робота про його можливості і переваги, доцільність і ефективність застосування в економіках країн з новоствореними ринками. На практиці це означає проведення Радою НБУ прес-конференцій, круглих столів, випуск Правлінням НБУ регулярних і спеціальних інформаційних матеріалів, які б пояснювали монетарну політику, демонстрацію лояльності монетарних менеджерів (Голови Правління НБУ, голови Ради НБУ, членів Правління НБУ) до стандартів нової монетарної стратегії.

Проблема визначення змістовності комунікаційних сигналів може ускладнюватися притаманною для вітчизняних економічних агентів інформаційною залежністю та орієнтацією на сигнали щодо стабільності грошової одиниці як монетарної передумови фінансової рівноваги та економічного зростання. Таким чином, інформаційний простір, генерований представниками Ради і Правління Національного банку України, у цих умовах повинен віддзеркалювати створення низки макроекономічних, фінансових та інституційних умов для запровадження таргетування інфляції.

Головними комунікаційними темниками у спілкуванні Національного банку України із громадськістю повинно бути таке.

По-перше, порядок визначення цільових орієнтирів інфляції на етапі переходу та в період запровадження режиму інфляційного таргетування та обґрунтування обраних часових орієнтирів. Досвід Чехії свідчить, що на першому етапі реалізації стратегії таргетування інфляції у 1997 році для відтворення специфічного стану країни, економіка якої знаходилась у перехідному стані, Національний банк

визначав цільові орієнтири інфляції із застосуванням концепції “чистої інфляції”. Такий підхід вважався компромісом між наміром якомога ширше застосовувати індекс цін із одночасним таргетуванням цілей, що не повністю виходили за межі досяжності монетарної політики [78]. Індекс чистої інфляції визначався від загального індексу споживчих цін шляхом виключення з нього регульованих цін, що становили на той час близько 18 % споживчого кошика, та коригування впливу змін у непрямому оподаткуванні. З іншого боку, чиста інфляція не зазнавала коригувань інших мінливих позицій, зокрема таких, як зміни цін на імпортовані товари сировинного походження, продукти харчування, сільськогосподарську продукцію тощо. Такі ціни значно ускладнювали досягнення цільових показників, але їх виключення з таргетованого індексу занадто б звузило та зробило б його незрозумілим для суб’єктів економічної діяльності. Таким чином, Національним банком Чехії був реалізований підхід “від часткового до загального”, тобто цільові орієнтири спочатку були встановлені для “чистої інфляції”, а з 2002 року вони були визначені для офіційної інфляції. Такий крок був викликаний більш чіткою перспективою дерегуляції цін у майбутньому та меншими масштабами такої дерегуляції порівняно з попереднім періодом, а також аргументом на користь того, що офіційний індекс споживчих цін є більш зрозумілим для громадськості [4, с. 46].

По-друге, чітке визначення умов відхилення від цільових показників інфляції для пояснення причин недосягнення регламентованих показників, якщо таке станеться. Цей момент є принципово важливим, оскільки дозволяє підтримувати ступінь довіри до центрального банку, підкреслює його відповідальність і стабілізує інфляційні очікування на низькому рівні, що в подальшому може сприяти досягненню однієї з найважливіших цілей інфляційного таргетування. Так, Національним банком Чехії було складено перелік умов відхилення фактичних показників від таргетованих:

- 1) значні відхилення світових цін на сировину, енергоресурси та інші товари;
- 2) основні відхилення валютного курсу чеської крони, не пов’язані з внутрішніми економічними показниками та внутрішньою монетарною політикою;
- 3) значні зміни в умовах сільськогосподарського виробництва, які вплинули на ціни сільськогосподарської продукції;
- 4) зміни непрямих податків;
- 5) стихійні лиха або подібні до них надзвичайні обставини.

Принципово важливими в цьому контексті є роз'яснення громадськості, що інфляційне таргетування не є власне режимом обмежувальної політики, а також те, що негативні явища в реальній економіці на етапі запровадження цієї стратегії, в цілому, можуть бути наслідками дестабілізації економіки ще у період, що передує введенню інфляційного таргетування.

По-третє, способи прогнозування показників інфляції, пояснення зв'язків між інфляцією і процесами в економіці (коментарі щодо застосованих економетричних моделей прогнозування інфляції). В цьому контексті Національний банк України повинен публічно декларувати перехід до нової системи прогнозування, основним елементом якої є конкретна макроекономічна модель, що відтворює специфіку економічних зв'язків. Так, Національним банком Чехії була подана система прогнозування, основним елементом якої стала невелика за масштабами макроекономічна модель, що об'єднувала всі зв'язки всередині моделі із високим ступенем експертного судження. Крім того, НБЧ перейшов від прогнозу, який був зумовлений припущенням щодо постійної відсоткової ставки, до безумовного прогнозування, яке брало до уваги думку центрального банку [78, с. 73].

По-четверте, забезпечення прогнозованої динаміки обмінного курсу гривні до основної курсоутворюючої валюти – долара США, враховуючи, що динаміка обмінного курсу у перехідному періоді продовжуватиме чинити значний вплив на інфляцію.

По-п'яте, сутність стратегічної структури політики таргетування (обґрунтування вибору проміжних цілей – грошових агрегатів, індикаторів зайнятості, обмінних курсів, цін імпорту, індикаторів бюджетної політики тощо).

По-шосте, коментарі щодо необхідності посилення ролі процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів, резерви підвищення дієвості якої містяться в питаннях подальшого розвитку та інституційного удосконалення фондового ринку і сегмента небанківських фінансових установ як важливої частки трансмісійного механізму.

По-сьоме, суть і зміст механізму ухвалення монетарних рішень Національним банком України.

Одночасно із впровадженням стратегії інфляційного таргетування повинен змінюватися і характер інформування громадськості. Посилаючись на досвід центральних банків країн, що вже здійснили перехід до інфляційного таргетування, вважаємо за необхідне рекомендувати Національному банку України більш високу комунікаційну активність на ранньому етапі реалізації стратегії інфляційного таргетування через здійснення таких заходів.

1. Розробка і презентація довгострокової Монетарної програми у контексті перспектив переходу до інфляційного таргетування.

2. Запровадження публікації протоколів засідань Ради НБУ. Так, починаючи з 2001 року, Національний Банк Чехії за прикладом ФРС і Банку Англії до протоколів засідань Ради з питань монетарної політики почав включати співвідношення голосів під час голосування.

3. Проведення спілкування з питань монетарної політики між членами Ради НБУ та представниками засобів масової інформації у вигляді прес-конференцій після кожного засідання.

4. Проведення неформальних зустрічей Голови НБУ, заступників і членів Правління з представниками ЗМІ.

5. Комунікація з професійною аудиторією, для формування точки зору експертів, що впливають на громадську думку через ЗМІ (регулярні представлення грошово-кредитної політики для аналітиків). Комунікація з громадськістю за допомогою організації лекцій, виставок, днів відкритих дверей.

6. Проведення інформативних зустрічей з представниками уряду та Парламенту.

7. Поряд з існуючими офіційними виданнями НБУ доцільним є публікація щоквартальних звітів про інфляцію (більш цілеспрямованого характеру з перспективою на майбутнє), що підкреслить лояльність монетарної влади до нового монетарного режиму.

8. Запровадження публікації звітів про поточний стан справ, тобто основних матеріалів, що обговорюються на засіданнях Ради НБУ та повний запис всіх дискусій з певним часовим лагом.

9. Поліпшення веб-сторінки центрального банку відповідно до стандартів інфляційного таргетування. Стосовно інтернет-ресурсу хотілося б додати, що в тих країнах, де центральні банки проводять політику інфляційного таргетування, спостерігається велика схожість у структурі організації сайтів і видах інформації, що розміщується. До основних елементів інформаційного ресурсу належать: 1) статистична інформація, 2) прес-релізи; 3) публікації і дослідження; 4) засади і напрямки грошово-кредитної політики. Публікація у мережі Інтернет результатів досліджень (робочих матеріалів – working papers), що проводяться центральним банком, а також організація їх розповсюдження на умовах офіційної підписки є одним із індикаторів відкритості центрального банку, засобом стимулювання обговорень важливих питань у сфері грошово-кредитної політики і організації зворотного зв'язку із зовнішніми експертами. У певному розумінні це є сигналом про підвищення прозорості діяльності банку, що дозволяє підвищувати довіру до дій монетарної влади, покращувати її імідж як в країні, так і за її межами.

10. Підвищення прозорості у фінансовій та операційній галузях. Щорічні звіти НБУ зараз дають всебічний огляд усіх видів діяльності центрального банку. Необхідним, на нашу думку, є публікування середньострокового бачення та середньострокової стратегії на наступні роки.

Дотримання цих засад повинно сприяти зростанню прозорості грошово-кредитної політики та зміцненню зв'язків монетарної влади з громадськістю, підвищенню ступеня довіри до центрального банку і стабілізації інфляційних очікувань на низькому рівні.

6.3. КОМУНІКАЦІЙНА СТРАТЕГІЯ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ НА ЗРІЛОМУ ЕТАПІ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ

Для ознайомлення зі стандартами комунікаційної стратегії центрального банку на зрілому етапі реалізації стратегії інфляційного таргетування необхідно, на нашу думку, звернутися до досвіду країн, чия практика реалізації інфляційного таргетування вже підтверджена часом.

У зарубіжній академічній літературі широко висвітлено досвід розробки й реалізації комунікаційної стратегії центральними банками переважно розвинутих країн, зокрема і тих, хто таргетує цінову стабільність (ЄЦБ, Банк Англії, Банк Канади тощо). Аналіз цього досвіду є потенційно корисним. Стосовно практики центральних банків країн з новоствореними ринками, слід зазначити, що, вочевидь, новітність самого явища комунікаційної стратегії як передумови підвищення ефективності грошово-кредитної політики обумовлює відсутність емпіричних напрацювань у практиці центральних банків країн з транзитивною економікою.

Ерманн і Фратцчер (Ehrmann, Fratzscher), аналізуючи комунікаційні стратегії Федеральної резервної системи, Європейського центрального банку та Банку Англії на предмет характеру і персоніфікації інформаційних повідомлень (табл. 6.1) за період 1998-2004 рр., зокрема у засобах масової інформації (Reuters News), дійшли наступних висновків:

- 1) заяви, що свідчать про абсолютну відповідність грошово-кредитної політики умовам економіки, у більшості випадків озвучують представники ЄЦБ, тоді як члени Федерального комітету з операцій на відкритому ринку (FOMC) Федеральної резервної системи більш схильні у своїх твердженнях повідомляти про необхідність коригування напряму монетарної політики, що може розглядатися як комунікаційний прийом, який має реальний сенс (додаток Б);
- 2) заяви про економічні перспективи, у своїй більшості, озвучуються представниками монетарної влади в позитивному контексті (ФРС –

- 48 проти 43 %, ЄЦБ – 52 проти 28 %, Банк Англії – 55 проти 30 %). Очевидно, нейтральні заяви у цій сфері, у порівнянні з подібним характером заяв у сфері монетарної політики, просто не мають реального сенсу, і не чинять належного впливу на стан фінансових ринків;
- 3) голови монетарних рад ФРС і Банку Англії спілкуються з громадськістю частіше, ніж Президент ЄЦБ, що у котрий раз підтверджує наявність в практиці останнього колегіального підходу до ухвалення, супроводу відповідальності і озвучування монетарних рішень. Практику голів ФРС і Банку Англії можна інтерпретувати як намір інструментами комунікації впливати на погляди громадськості про необхідність і готовність до потенційних змін у сфері грошово-кредитної політики;
 - 4) існують істотні відмінності у поведінці “внутрішніх” і “зовнішніх” членів монетарних рад, а також характері інформації, що озвучується;
 - 5) наявна різна реакція фінансових ринків на комунікаційні сигнали, індуковані членами рад та їх головами. Статистично значущою виявляється реакція ринків на комунікацію голів ФРС і Банку Англії, в той час як вплив інших груп не є істотним. Реакція ринків в цих регіонах має більш персоніфікований характер. Для євrorинків однаково значущими виявляються заяви (сигнали), генеровані як Президентом ЄЦБ, так членами Ради;
 - 6) підкреслено: ринки більше реагують на заяви, що опонують попереднім рішенням монетарних властей, що розглядається як сигнал до потенційної зміни напряму грошово-кредитної політики [71, с. 27].

Інші автори зазначають, що американські фінансові ринки, на відміну від ринків Європи, більшою мірою реагують на повідомлення і висновки стосовно економічних перспектив, ніж щодо напрямків грошово-кредитної політики [58, с. 36]. Причому, незважаючи на довгостроковий характер прогнозів, найбільша реакція спостерігається саме в сегментах короткострокових активів. У дослідженнях, проведених Сікломом і Болом для Бундесбанку [90, с. 4], та Андерсоном, Ділленом і Селліном – для Шведського Ріксбанку [54], підкреслювався більший вплив на стан фінансових ринків повідомлень про політику у сфері процентних ставок, ніж в курсів.

Таблиця 6.1

Кількісний аналіз комунікаційних повідомлень щодо напрямків грошово-кредитної політики та економічних перспектив, % [71, с. 28]

Орган монетарного контролю	Повідомлення щодо напрямків грошово-кредитної політики						Повідомлення щодо економічних перспектив								
	про жорсткості		про відповідність (нейтральні)		про послаблення		Всього		про зміцнення		про відповідність (нейтральні)		про послаблення		Всього
Федеральна резервна система (травень 1999 – травень 2004 р.)	Голова	21	35	7	12	32	53	60	16	50	1	3	15	47	32
	Члени Ради керуючих	5	21	14	58	5	21	24	9	56	1	6	6	38	16
	Регіональні президенти ФРБ	16	38	15	36	11	26	42	8	38	4	19	9	43	21
	<i>Загалом</i>	42	33	36	29	48	38	126	33	48	6	9	30	43	69
Банк Англії (травень 1997 – травень 2004 р.)	Голова	21	42	14	28	15	30	50	15	68	2	9	5	23	22
	Внутрішні члени Ради з монетарної політики (MPC)	4	13	18	60	8	27	30	6	40	4	27	5	33	15
	Зовнішні члени Ради з монетарної політики (MPC)	2	12	8	47	7	41	17	3	33	3	33	3	33	9
	<i>Загалом</i>	27	28	40	41	30	31	97	24	52	9	20	13	28	46
Європейський центральний банк (січень 1999 – травень 2004 р.)	Президент	11	22	28	55	12	24	51	20	65	0	0	11	35	31
	Рада	6	8	52	73	13	18	71	25	50	9	18	16	32	50
	Голови національних центральних банків	15	18	49	518	21	25	85	34	54	13	21	16	25	63
	<i>Загалом</i>	32	15	129	62	46	22	207	79	55	22	15	43	30	144

Ототожнення головних цільових груп, певна річ, є передумовою для досягнення ефективної комунікації. В аналізованій вище комунікаційній стратегії Банку Словаччини цільові групи подано як:

- засоби масової інформації;
- фінансові установи, ринки, фінансові аналітики;
- діловий сектор (наприклад, асоціації, об'єднання роботодавців, торгові палати);
- суспільний сектор;
- урядові установи;
- академічні кола;
- міжнародні організації;
- неурядові організації.

Проте в академічній літературі немає теоретичних і емпіричних робіт, що оцінюють ефективність комунікаційного процесу в окремо взятих цільових сегментах. Як правило, йдеться лише про реакцію фінансових ринків, що відтворюють економічні цінності. Тому ототожнення головних цільових груп часто розглядається як формальна процедура.

Емпіричні роботи, присвячені комунікаційній стратегії центральних банків, нечисленні, що пов'язано з труднощами вимірювання такого явища, як транспарентність центрального банку, а також ставленням до транспарентності як до абсолютно нового явища, що зумовлює ефективність монетарної політики.

В окремих академічних працях викладена точка зору, що вирішальним чинником у забезпеченні прозорості є те, як саме центральний банк спілкується з цільовими групами [62; 76].

Загальноновизнаними інструментами комунікації є прес-релізи, веб-вузли, прес-конференції, публікації та інформаційні матеріали центрального банку, інтерв'ю, особисті обговорення, інформаційні компанії, семінари і конференції, неофіційна інформація. У аналізованому документі Національного банку Словаччини визначено застосування таких інструментів комунікації у сфері грошово-кредитної політики:

- 1) монетарна програма (Monetary Programme of the NBS until the year 2008), презентована на зустрічі з комерційними банками, представниками бізнесу, об'єднанням роботодавців, а також в журналі "VIATEC" і на офіційному сайті Національного банку Словаччини;

2) надання даних про рішення грошово-кредитної політики за допомогою:

- проведення конференцій по телебаченню для інформування ЗМІ про рішення Правління НБС безпосередньо після проведення засідань;
- випуску прес-релізів за наслідками засідань Правління Національного банку Словаччини;
- випуску звітів про стан грошового ринку;
- випуску щомісячних монетарних оглядів;
- публікацій протоколів голосування з питань, що обговорювались на засіданнях Правління;

3) оголошення економічних прогнозів у вигляді щоквартальних бюлетенів, розміщених на офіційному сайті Національного банку Словаччини;

4) неформальні зустрічі Голови Правління, заступників і членів Правління з представниками ЗМІ;

5) комунікація з професійною аудиторією, для формування точки зору експертів, що впливають на громадську думку через ЗМІ (регулярні представлення грошово-кредитної політики для аналітиків; неформальний діалог Голови Правління, заступників і членів Правління з представниками фінансових установ; зустрічі з підприємцями; організація форумів обговорення з академічними колами);

6) комунікація з громадськістю за допомогою організації лекцій, виставок, днів відкритих дверей в Національного банку Словаччини;

7) інформативні зустрічі з представниками уряду і Парламенту;

Абсолютно коректним може вважатися обґрунтування вибору інструментів і форм комунікації для різних цільових груп. Проте підкреслимо, що емпіричні результати, які підтверджують ефективність застосування комунікаційних інструментів в окремих цільових групах, відсутні.

Однією із задач комунікаційної стратегії є підготовка громадськості та ринків до подальших рішень у сфері монетарної політики. У результаті, інтенсивність комунікаційного процесу в період між засіданнями монетарних рад може істотно відрізнятись. Уявлення про інтенсивність комунікаційного процесу в практиці ФРС, ЄЦБ і Банку Англії дають рис. 6.1-6.3 і табл. 6.2.

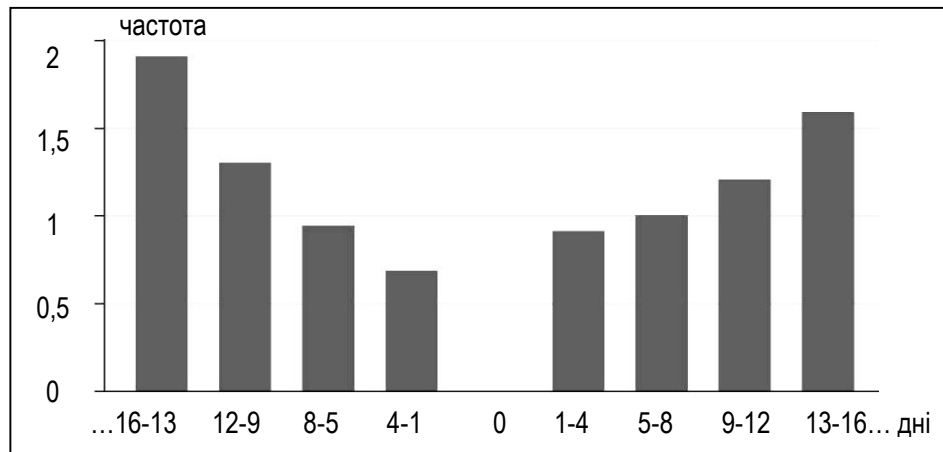


Рис. 6.1. Частота комунікацій у період навколо засідань Федерального комітету з операцій на відкритому ринку (FOMC) [71, с. 42]

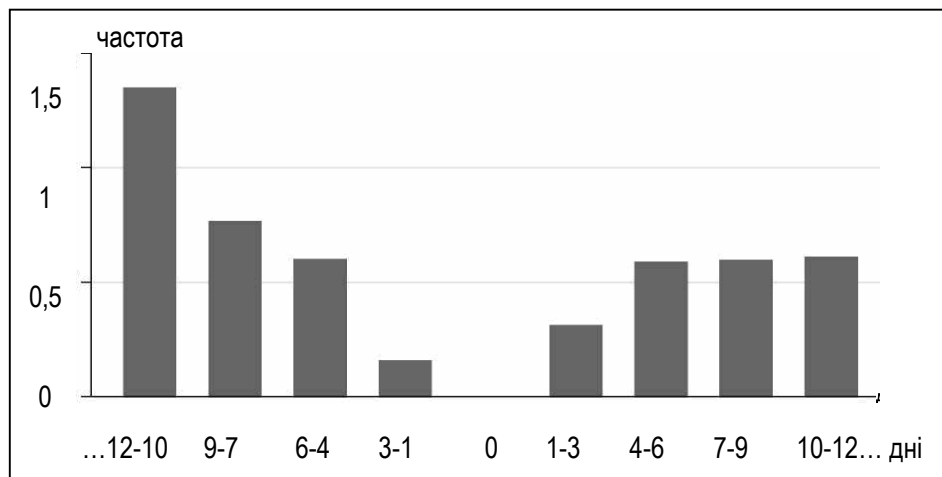


Рис. 6.2. Частота комунікацій у період навколо засідань Комітету з монетарної політики Банку Англії (Bank of England's MPC) [71, с. 40]

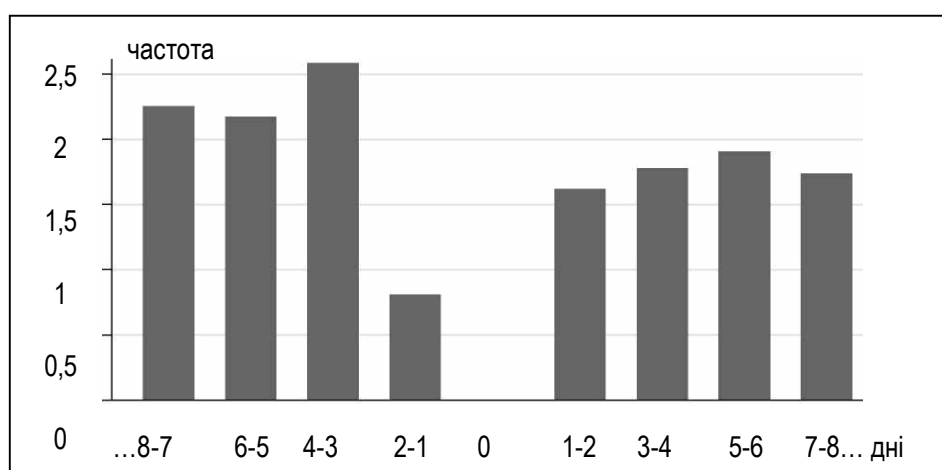


Рис. 6.3. Частота комунікацій у період навколо засідань Ради керівників ЄЦБ (ECB's Governing Council) [71, с. 41]

**Частота комунікацій перед засіданнями
монетарних комітетів, % [71, с. 29]**

Орган монетарного контролю	Частота комунікацій перед засіданнями монетарних комітетів	
	що проводяться із зміною процентних ставок	що проводяться без зміни процентних ставок
ФРС	13,91	9,33
Банк Англії	6,41	4,75
ЄЦБ	15,43	15,54

У результаті аналізу суб'єктів, об'єктів, напрямів, засобів та ефективності комунікаційних заходів у процесі реалізації грошово-кредитної політики центральними банками зарубіжних країн можна зробити попередні висновки:

- 1) підкреслена вражаюча схожість у комунікаційних стратегіях аналізованих банків – інтенсивність комунікацій за декілька днів до проведення засідань помітно знижується;
- 2) за винятком днів безпосередньо перед засіданням, інтенсивність комунікаційного процесу для всіх банків є вищою до проведення засідань, аніж після, що підкреслює наміри центральних банків готувати фінансові ринки до можливих майбутніх змін;
- 3) засіданням, що проводяться зі зміною процентної ставки, передує велика комунікаційна активність монетарної влади.

В академічній літературі представлено думку про важливість в комунікаційному форматі не тільки інформації про монетарні рішення, але й про процедуру і механізми їх ухвалення, ролі фактора особистості [59, с. 16]. Тобто додатковим елементом комунікаційної стратегії може бути механізм інформування громадськості про рішення, що приймаються на засіданнях рад. На думку експертів, якісному поліпшенню ефективності комунікаційного процесу сприяє:

- 1) випуск прес-релізів безпосередньо після засідань монетарних рад;
- 2) супровід прес-релізів коротким поясненням і обґрунтуванням ухвалених рішень (практика ФРС);
- 3) проведення прес-конференцій за підсумками засідань монетарних Рад (практика ЄЦБ);
- 4) публічність монетарної влади, що досягається за допомогою офіційних звернень, звітів, періодичність яких наперед доведена до відома громадськості.

Відкритим залишається питання щодо комунікаційного потенціалу і доцільності доведення до громадськості результатів голосування

з ухвалених монетарною владою рішень. Подібні звіти публікують ФРС і Банк Англії, чого немає в практиці ЄЦБ. Очевидно, подібними діями ЄЦБ навмисно підкреслює узгодженість ухвалюваних рішень.

З іншого боку, важливим елементом для оцінки ефективності комунікації є питання про єдність ухвалення рішень членами монетарних рад в контексті тих заяв, які були озвучені в період між зустрічами чи засіданнями [63]. Аналіз результатів голосування комітетів ФРС і Банку Англії дозволив виділити істотні відмінності. При достатньо високому рівні дисперсії комунікації (ступеню невідповідності заяв, озвучених у період між засіданнями, подальшим рішенням, що приймаються на засіданнях монетарних рад) у практиці ФРС (табл. 6.3) спостерігається висока узгодженість членів FOMC в ході ухвалення монетарних рішень: тільки 7 з 44 зустрічей (15,9 %) у період з травня 1999 – по травень 2004 р. демонстрували результати голосування з одним голосом, що відхилився. Банк Англії демонструє щонайвищий (особливо починаючи з травня 1997 р.) ступінь дисперсії при голосуванні: у більш ніж половині випадків (46 з 85 засідань (54,1 %) спостерігалась незгода хоча б одного члена Комітету.

Таблиця 6.3

Аналіз відповідності комунікаційних повідомлень подальшим рішенням, що приймаються монетарною владою [71, с. 30]

Орган монетарного контролю	Дисперсія комунікаційних повідомлень членів монетарних рад		Дисперсія комунікаційних повідомлень голів/президентів монетарних рад	
	щодо напрямків монетарної політики	щодо перспектив економіки	щодо напрямків монетарної політики	щодо перспектив економіки
ФРС	0,32	0,23	0,07	0,03
Банк Англії	0,13	0,03	0,04	0,01
ЄЦБ	0,15	0,18	0,02	0,01

Таким чином, ФРС дотримується більшою мірою індивідуалістичного підходу у формуванні комунікаційних сигналів, у той час як Банк Англії і ЄЦБ мають на меті більш колегіальну стратегію комунікації.

Різноманітність підходів у реалізації комунікаційних стратегій не зменшує їх потенційної ефективності. Якщо виходити з того, що головним критерієм ефективності комунікаційної стратегії і доцільності її реалізації є передбачуваність монетарної політики і здатність впливати на економічних агентів, то наявність проміжних висновків про специфіку комунікаційних стратегій аналізованих банків повинна дозволити гіпотетично припустити висновки про ефективність їх стратегій.

Так, велика комунікаційна дисперсія і низька відповідність комунікаційних сигналів монетарним рішенням повинні скорочувати передбачуваність грошово-кредитної політики.

Передбачуваність означає, що ризик ухвалення монетарною владою несподіваних рішень як чинник, який впливає на зміну коротко-строкових процентних ставок, повинен бути мінімізований. Середня відповідність комунікаційних повідомлень монетарним рішенням і висока дисперсія голосів означає для Банку Англії відносно слабкий ефект комунікації на фінансових ринках.

Для ЄЦБ низька комунікаційна дисперсія, висока відповідність повідомлень монетарним рішенням і одноголосність в ухваленні рішень теоретично відповідає високій передбачуваності і реакції ринків. ФРС демонструє розмитість комунікаційних сигналів і одноголосність в ухваленні рішень, у результаті виявляється достатньо передбаченим, якщо сигнали озвучують певні персони, а саме – Голова ФРС (має місце сприйняття персоніфікованої інформації).

Перевірка даних гіпотез у роботах Ерманна і Фратцчера (Ehrmann, Fratzscher) дала несподіваний результат, поданий у табл. 6.4.

Таблиця 6.4

Оцінка передбачуваності монетарної політики [71, с. 32]

Параметри	ФРС, 1999-2005 рр.	Банк Англії, 1997-2005 рр.	ЄЦБ, 1999-2005 рр.
<i>Заплановані засідання монетарних рад</i>			
Кількість засідань монетарних рад	40	84	99
Середнє відхилення процентних ставок як реакція на проведення засідання	0,027	0,059	0,032
<i>Заплановані засідання монетарних рад зі зміною процентних ставок</i>			
Кількість засідань монетарних рад	16	27	14
Середнє відхилення процентних ставок як реакція на проведення засідання	0,062	0,106	0,103
<i>Всі засідання монетарних рад (у тому числі незаплановані)</i>			
Кількість засідань монетарних рад	43	85	100
Середнє відхилення процентних ставок як реакція на проведення засідання	0,056	0,056	0,036
<i>Всі засідання монетарних рад (у тому числі незаплановані) зі зміною процентних ставок</i>			
Кількість засідань монетарних рад	19	28	15
Середнє відхилення процентних ставок як реакція на проведення засідання	0,121	0,107	0,121

На підставі даних табл. 6.4 можна стверджувати, що ФРС і ЄЦБ однаково передбачувані в частині рішень щодо напрямків грошово-кредитної політики. Для Банку Англії цей показник набагато нижчий.

Висновки щодо ефективності представлених окремими елементами (як початкові дані) комунікаційних стратегій ФРС, ЄЦБ і Банку Англії лише підтверджують відсутність будь-яких універсальних рецептів і одноманітних підходів до розробки комунікаційної стратегії центрального банку (табл. 6.5).

Таблиця 6.5

Оцінка ефективності комунікаційної стратегії

Орган монетарного контролю	Характеристика комунікаційної стратегії			Ефективність комунікаційної стратегії			
				Передбачуваність		Реакція ринків	
	Дисперсія комунікації	Комунікаційна відповідність монетарним рішенням	Дисперсія голосів	гіпотеза	факт	гіпотеза	факт
ФРС	висока	середня	низька	низька	висока	середня	висока (на заяви окремих членів)
Банк Англії	низька	середня	висока	середня	середня	середня	середня
ЄЦБ	низька	висока	–	висока	висока	висока	висока

Оригінальність кожної окремо взятої стратегії у результаті дозволяє Банку Англії і ЄЦБ зосереджуватися на досягненні цінової стабільності, в той час як ФРС більшу увагу приділяє реальній економіці.

На нашу думку, корисними для Національного банку України на етапі реалізації інфляційного таргетування в аналізованому досвіді центральних банків є:

- 1) загальні висновки щодо необхідності підготовки ринків до запланованих монетарних рішень через інтенсифікацію комунікаційного процесу у період, що передує засіданням Ради НБУ;
- 2) рекомендації надання звітам НБУ більш формального і структурованого характеру;
- 3) доведення до відома громадськості графіків засідань керівних органів НБУ та анонсування проведення незапланованих зустрічей;
- 4) комунікаційна активність представників монетарної влади у період між проведенням засідань;

- 5) забезпечення більшої інформаційної прозорості процесу і механізму прийняття монетарних рішень;
- 6) активне інформаційне супроводження монетарних засідань і рішень, що приймаються;
- 7) запровадження інституту особистої відповідальності членів Ради і Правління НБУ стосовно рішень, що приймаються (через опублікування протоколів голосування);
- 8) активне проведення прес-конференцій за результатами монетарних засідань, системність щодо випуску прес-релізів, періодична звітність перед уповноваженими органами державної влади повинна бути абсолютною практикою центрального банку.

ВИСНОВКИ

Розглянуті в монографії питання запровадження стратегічного підходу до організації грошово-кредитної політики, очевидно, незабаром знайдуть відгук у практичних діях Національного банку України. Однак попри оптимістичні настрої керманичів грошово-кредитної політики щодо перспективності інфляційного таргетування слід зважати на застереження, які часто висловлюються у фаховій літературі, та насамперед стосуються країн з недостатньо розвинутими ринковими інститутами та механізмами. Це потрібно для того, щоб прогресивний намір не перетворився в просто “модну” модель, всіляко пропагандовану представниками Міжнародного валютного фонду, але дискредитовану в процесі її реалізації.

Як видається, на заваді реорганізації грошово-кредитної політики та рішучого запровадження стратегії інфляційного таргетування стоять чимало перешкод.

1. Політична нестабільність в Україні, що перешкоджає кардинальному реформуванню економіки, зокрема й в галузі організації грошово-кредитної політики.

2. Відсутність правового забезпечення нової монетарної стратегії та малої ймовірності його формування у найближчі роки за умов міжінституційної неузгодженості органів законодавчої і виконавчої влади, рентоорієнтованої поведінки її представників.

3. Слабко розвинуті фінансові інституції, зокрема банківська система та фондовий ринок, свідчать на користь віддаленого в часі переходу до інфляційного таргетування.

4. Валютна нестабільність, породжена відмовою від імпліцитного таргетування обмінного курсу, підтверджує думку, що радикальна лібералізація валютного регулювання для країни з гострою проблемою дефіциту поточного рахунку платіжного балансу є дещо передчасною, оскільки може спричинити значні коливання обсягу зовнішньої торгівлі, а також зробити її економіку ще більш вразливою до припливів та відтік іноземного капіталу.

5. Для економіки з високим ступенем відкритості відмова від керування курсоутворенням формує значні ризики в галузі зовнішніх шоків, які за умов переходу до інфляційного таргетування нейтралізуюватимуться більшою мірою за рахунок зниження обсягу виробництва при відносно стабільних цінах.

6. На початкових етапах переходу до інфляційного таргетування можлива відчутна дезінфляція, яка завжди супроводжується уповільненням темпів економічного зростання, а то й економічним спадом,

що для вітчизняної економіки на сьогодні вельми небажано. Виграш же від таргетування інфляції у ранньоринковій економіці досить проблематичний: передбачуваність умов інвестування переважно для іноземного капіталу, відсутність значних перерозподільчих процесів за рахунок інфляції, що в економіці з випереджальним зростанням сфери послуг та інших прибуткових галузей, які визначають вістря структурних змін, виявиться недоцільним. Отже, стабілізація цін через інфляційне таргетування сприятиме консервації мезоекономічних пропорцій, що склалися на сьогодні в економіці, та гальмуватиме динамічні зрушення, яких гостро потребує архаїчно побудоване господарство.

Таким чином, інфляційне таргетування якщо й може дати позитивні результати в країні з новоствореним ринком, то лише на стадії пізнього реформування економіки, коли виникає потреба у фіксації міжгалузевих та міжрегіональних пропорцій, які швидко динамізують під час інфляції.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Алешина И. В. Оценка влияния уровня монетизации на основные макроэкономические показатели в Украине [Текст] // Problems and Perspectives in Management. – 2007. – Vol. 5. – Issue 3.
2. Баранова Е. П. Таргетирование инфляции как новая разновидность антиинфляционной политики [Текст] // Банковские услуги. – 2000. – № 9. – С. 2-7.
3. Використання енергетичних матеріалів та продуктів перероблення нафти у I півріччі 2007 року [Електронний ресурс] : Експрес-випуск // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
4. Голуб Т. Таргетування інфляції: приклад Чехії [Текст] // Фінансово-банківська система України у європейському вимірі : зб. ст. – К. : Козаки, 2002. – С. 40-54.
5. Гриценко А. Основні засади побудови і запровадження середньострокової монетарної стратегії в Україні [Текст] / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 7. – С. 8-22.
6. Домбровски М. Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине [Електронний ресурс] // CASE и CASE Украина. – 2006. – 9 марта // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
7. Домбровски М. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины [Електронний ресурс] // CASE и CASE Украина. – 2006. – 13 марта // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
8. Домбровски М. Таргетирование инфляции в переходной экономике [Електронний ресурс] // <http://www.case-ukraine.kiev.ua>.
9. Дорофеева Н. Таргетування інфляції в відкритій перехідній економіці [Текст] / Н. Дорофеева, А. Цокол // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 11. – с. 8-13.
10. Жданов В. І. Аналіз цінової стабільності як мети монетарної політики [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні. – 2003. – № 9. – С. 37-44.
11. Зовнішня торгівля України товарами за січень-липень 2007 року [Електронний ресурс] // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
12. Індеси споживчих цін на товари та послуги (до попереднього місяця) [Електронний ресурс] // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
13. Індеси цін виробників промислової продукції (до попереднього місяця) [Електронний ресурс] // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
14. Карачадаг Ч. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений [Текст] / Ч. Карачадаг, Р. Дуттагупта, Г. Фернандес, Ш. Ишии // Финансы и развитие. – 2004. – № 12. – С. 20-23.

15. Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике [Электронный ресурс] // <http://www.imf.org>.
16. Кораблин С. А. Ценовая стабильность: некоторые теоретические предпосылки и практические приложения [Текст] // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К. : НБУ, 2004. – С. 117-124.
17. Корищенко К. Н. Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы [Текст] // Экономические науки. – 2005. – № 2. – С. 7-25.
18. Кричевська Т. О. Перспективи прямого таргетування інфляції в Україні [Текст] // Стратегія монетарної політики : матеріали конференції. – К. : НБУ, 2002. – С. 155-165.
19. Кричевська Т. О. Середньострокова стратегія монетарної політики як новітній монетарний інститут: досвід країн Східної та Центральної Європи [Текст] // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К. : НБУ, 2004. – С. 136-146.
20. Лепушинський В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 2. – С. 28-32.
21. Макаренко М. Модифікація інфляційних ризиків в умовах глобалізації [Текст] / М. Макаренко, В. Л. Осецький // Банківська справа. – 2006. – № 3. – С. 39-46.
22. Міщенко В. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 5. – С. 40-45.
23. Міщенко В. Монетарний трансмісійний механізм в Україні [Текст] / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 24-27.
24. Операційні витрати з реалізованої продукції (робіт, послуг) у розрізі основних видів економічної діяльності (щоквартальні показники) [Електронний ресурс] // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
25. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 1999 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
26. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2000 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
27. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2001 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
28. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2002 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.

29. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2003 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
30. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2004 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
31. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2005 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
32. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2006 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
33. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2007 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
34. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 2008 рік [Електронний ресурс] // <http://www.bank.gov.ua>.
35. Петренко М. І. Таргетування інфляції як складова грошово-кредитної політики [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей ІХ Всеукраїнської науково-практичної конференції (9-10 листопада 2006 р.). – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 111-112.
36. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 2. – С. 3-5.
37. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 4-11.
38. Петрик О. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 6. – С. 6-13.
39. Петрик О. Визначення оптимального темпу інфляції для України [Текст] / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 10-21.
40. Порошенко П. Борьба с инфляцией не должна убивать экономический рост [Текст] // Бизнес. – 2007. – № 44. – С. 8.
41. Савченко А. Мы собираемся переходить к более гибкому курсообразованию [Текст] // Бизнес. – 2006. – № 47. – С. 56-61.
42. Сколотяний Ю. Стабільна гривня: головне не злякати [Текст] // Дзеркало тижня. – 2006. – № 7. – С. 9-10.
43. Сухий Р. Реалізація принципу незалежності центральних банків європейських держав. Керівні органи центральних банків [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 10. – С. 18-22.
44. Темпи зростання номінальної та реальної заробітної плати (1995-2006) [Електронний ресурс] // <http://www.ukrstat.gov.ua>.

45. Фридмен М. Ценовые ориентиры [Текст] : Если бы деньги заговорили... / М. Фридмен. – СПб.-М. : Дело, 1999. – 216 с.
46. Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитную политику [Текст] : пер. с англ. / Г. Хоггарт. – Лондон : Bank of England, 1996. – 27 с.
47. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку [Текст] // Дзеркало тижня. – 2005. – № 43. – С. 8-9.
48. Шаповалов А. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 12. – С. 3-7.
49. Шинкар А. М. Грошово-кредитні інструменти як засіб економічного зростання [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 1. – С. 81-87.
50. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України [Текст] // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 6-9.
51. Янукович В. Інфляція як вызов українским политикам [Текст] // Факты. – 2007. – 15 ноября. – С. 2.
52. Actual Market Prices for Non-Fuel and Fuel Commodities, 2004-2007 [Electronic resource] // <http://www.imf.org>.
53. Amato J. D. Communication and Monetary Policy [Text] / J. D. Amato, S. Morris, H. S. Shin // Oxford Review of Economic Policy. – 2002. – № 18(4). – P. 495-503.
54. Andersson M. Monetary policy signaling and movements in the Swedish term structure of interest rates [Text] / M. Andersson, H. Dillen, P. Sellin // Sveriges Riksbank. – Working Paper Series. – 2001. – № 132. – 37 p.
55. Angeloni I. Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand [Text] / I. Angeloni, A. Kashyap, B. Mojon, D. Terlizzese // European Central Bank. – Working Paper Series. – 2002. – № 114. – P. 3-12.
56. Balino T. Evolution of Monetary Policy Instruments in Russia [Text] / T. Balino, D. Hoelscher, J. Horder // International Monetary Fund. – Working Paper. – 1997. – № 180. – 39 p.
57. Bernanke B. S. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission [Text] / B. S. Bernanke, M. Gertler // National Bureau of Economic Research. – 1995. – № 5146. – P. 10-47.
58. Bernanke B. Monetary policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment [Text] / B. Bernanke, V. Reinhart, B. Sack // Board of Governors. – Finance and Economics Discussion Paper. – 2004. – № 48. – 46 p.

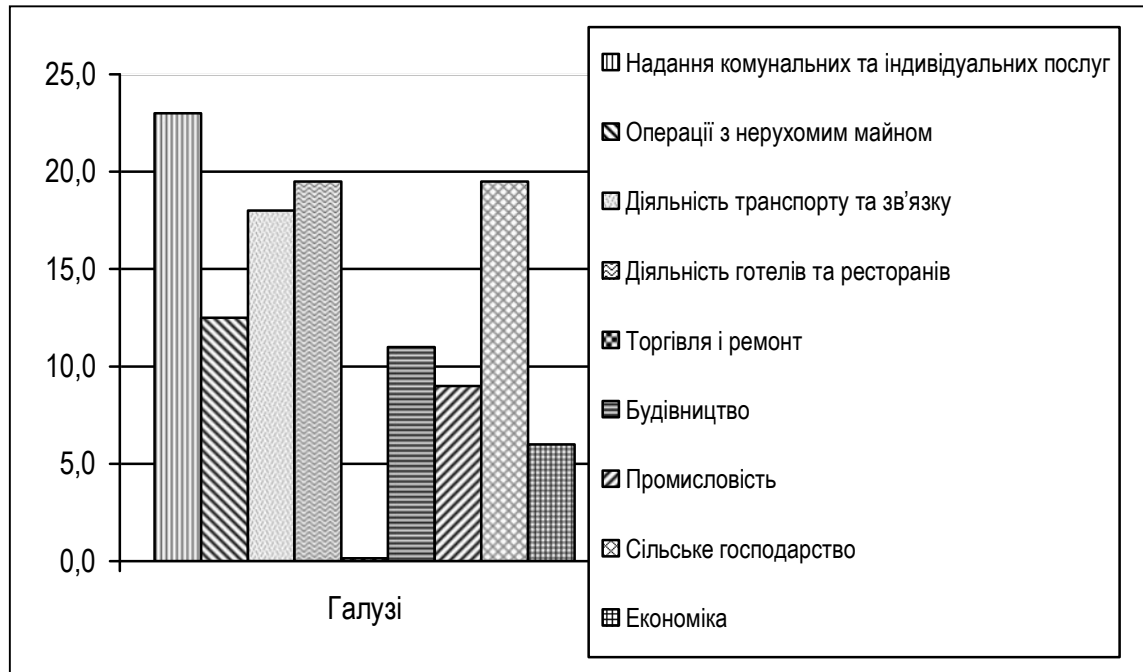
59. Blinder A. S. Are two heads better than one? An experimental analyses of group versus individual decision making [Text] / A. S. Blinder, J. Morgan // National Bureau of Economic Research. – Working Paper. – 2000. – № 7909. – 72 p.
60. Calvo G. A. Fear of Floating [Text] / G. A. Calvo, C. M. Reinhart // National Bureau of Economic Research. – Working Paper. – 2000. – № 7993. – 48 p.
61. Carare A. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting [Text] / A. Carare, A. Schaecher, M. Stone, M. Zelmer // International Monetary Fund. – Working Paper. – 2002. – № 102. – P. 6.
62. Carpenter S. B. Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers? [Text] // Board of Governors. – Finance and Economics Discussion Paper. – 2004. – № 35. – 22 p.
63. Chappell H. W. Committee Decisions on Monetary Policy. Evidence from Historical Records of the Federal Open Market Committee [Text] / H. W. Chappell, R. R. McGregor, T. Vermilyea // Federal Open Market Committee. – 2004. – Forthcoming, MIT Press.
64. Claey's S. Optimal regulatory design for the Central Bank of Russia [Text] // Bank of Finland. – Institute for Economies in Transition. – BOFIT Discussion Papers. – 2005. – № 7. – 25 p.
65. Communication strategy of National Bank of Slovakia [Electronic resource] // <http://www.nbs.sk>.
66. Convergence programme for the Slovak Republic covering the period 2005-2010. Ministry of Finance of the SR [Electronic resource] // <http://www.nbs.sk>.
67. Dack Van't J. Implementing monetary policy in emerging market economies: an overview of the issues [Text] // Bank for International Settlements. – Policy Paper. – 1999. – № 85. – 42 p.
68. Debelle G. Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy [Text] / G. Debelle, P. Masson // International Monetary Fund. – Economic Issues. – 1998. – № 15. – 18 p.
69. DeLisle Worrell. Monetary and Fiscal Coordination in Small Open Economies [Text] // International Monetary Fund. – Working Paper. – 2000. – № 56. – 45 p.
70. Egert B. Equilibrium exchange rates in Southeastern Europe, Russia, Ukraine and Turkey: Healthy or (Dutch) diseased [Text] // Bank of Finland. – Institute for Economies in Transition. – BOFIT Discussion Papers. – 2005. – № 3. – 35 p.
71. Ehrmann M. Central Bank Communication: Different Strategies, Same Effectiveness? [Text] / M. Ehrmann, M. Fratzscher // European central Bank. – Working Paper. – 2004. – № 342. – 38 p.

72. Esanov A. Monetary policy rules for Russia [Text] / A. Esanov, C. Merkl, L. de Souza // Bank of Finland. – Institute for Economies in Transition. – BOFIT Discussion Papers. – 2004. – № 11. – 54 p.
73. Feldstein M. Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management [Text] // National Bureau of Economic Research. – 2002. – № 8837. – 35 p.
74. Fischer S. Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct? // paper prepared for the meetings of the American Economic Association. – New Orleans, 2001 [Electronic resource] // <http://www.imf.org>.
75. Frankel J. A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times [Text] // National Bureau of Economic Research. – Working Paper. – 1999. – № 7338 // <http://www.nber.org>.
76. Geraats P. Central Bank Transparency [Text] // Economic Journal. – 2002. – № 12. – P. 532-565.
77. Hawkins J. Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies [Text] // Bank for International Settlements. – Working Papers. – 2000. – № 91. – 46 p.
78. Hrnčíř M. The Czech Approach to Inflation Targeting [Text] / M. Hrnčíř, K. Šmídková // Workshop on Inflation Targeting, proceedings of a conference held on September 14-15. – Prague: CNB, 1998. – 215 p.
79. Indices of Primary Commodity Prices, 1995-2007 [Electronic resource] // <http://www.imf.org>.
80. Issing O. The eurosystem: Transparent and accountable, or “Willem in Euroland” [Text] // Journal of Common Market Studies. – 1999. – № 37. – 503-519 p.
81. Jakubiak M. Design and Operation of Existing Currency Board Arrangements [Text] // CASE Studies and Analyzes. – 2000. – № 203. – P. 7-14.
82. Kohler H. New Challenges for Exchange Rate Policy: Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers. – Kobe, Japan, 2001, January 13 [Electronic resource] // <http://www.imf.org>.
83. Kuttner K. N. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions [Text] / K.N. Kuttner, P.C. Mosser // Federal Reserve Bank of New York. – Economic Review. – 2002. – № 8(1). – P. 15-24.
84. Laurens B. Coordination of Monetary and Fiscal Policies [Text] / B. Laurens, E. De la Piedra // International Monetary Fund. – Working Paper. – 1998. – № 25-32 p.

85. Mishkin F. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy [Text] // National Bureau of Economic Research. – 2001. – № 8617. – P. 20-23.
86. Mishkin F. S. Can Central Bank Transparency Go too Far? Paper presented at the Conference “The Future of Inflation Targeting” [Electronic resource] // Reserve Bank of Australia. – 2004. – August 9-10. – available at www.rba.gov.au.
87. Oil and the global economy: Counting the cost [Text] // The economist. – 2005. – 27 august. – P. 58.
88. Sachs J. D. Economic Transition and the Exchange-Rate Regime [Text] // American Economic Review. – 1996. – Vol. 86. – Issue 2. – P. 147-152.
89. Sibert A. Monetary Policy Committees: Individual and Collective Reputations [Text] // Review of Economic Studies. – 2003. – № 70. – P. 649-666.
90. Siklos P. L. Do words speak louder than actions? The conduct of monetary policy at the Bundesbank [Text] / P. L. Siklos , M. T. Bohl // Bundesbank. – Mimeo. – 2003. – 14 p.
91. The monetary policy of the ECB 2004 [Text]. – Frankfurt am Main: ECB, 2004. – 167 p.
92. Tobin J. Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism [Text] // Southern Economic Journal. – 1978. – № 3. – P. 421-431.
93. World Economic Outlook 2007 [Text]. – Washington : International Monetary Fund, 2006. – 267 p.

Додаток А

Частка заробітної плати в операційних витратах українських підприємств у 2006 р. [24]



Додаток Б

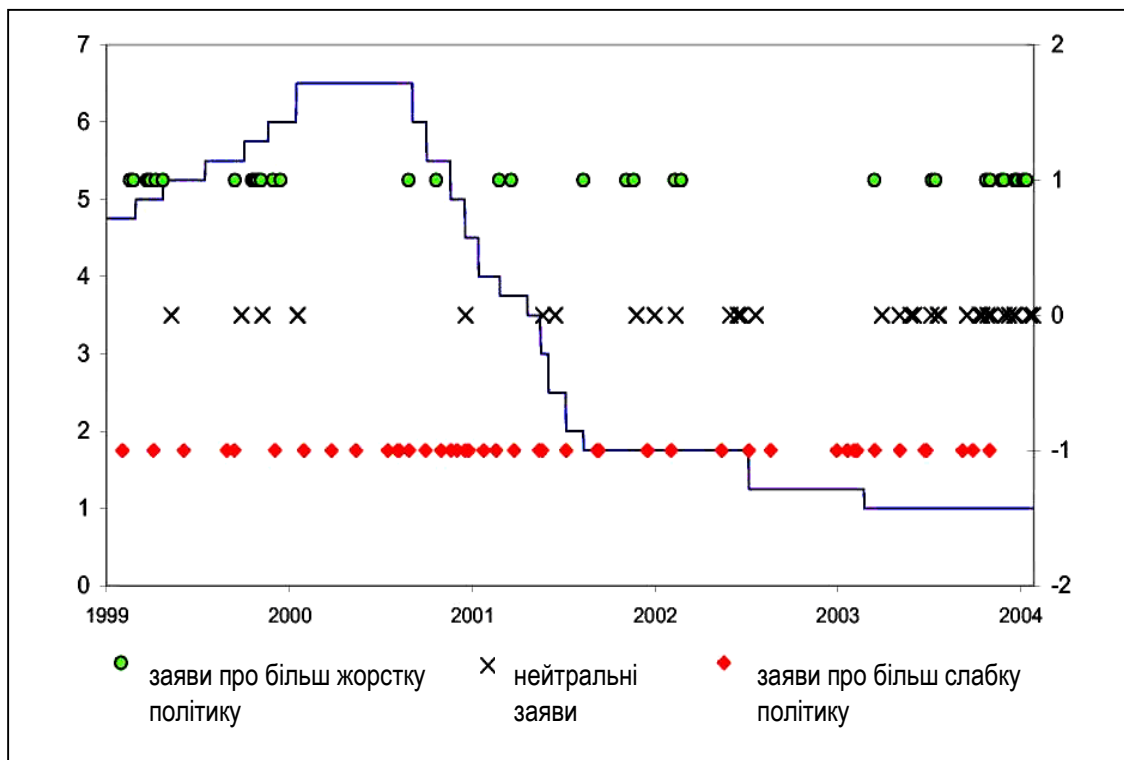


Рис. Б.1. Комунікації щодо напрямків монетарної політики ФРС

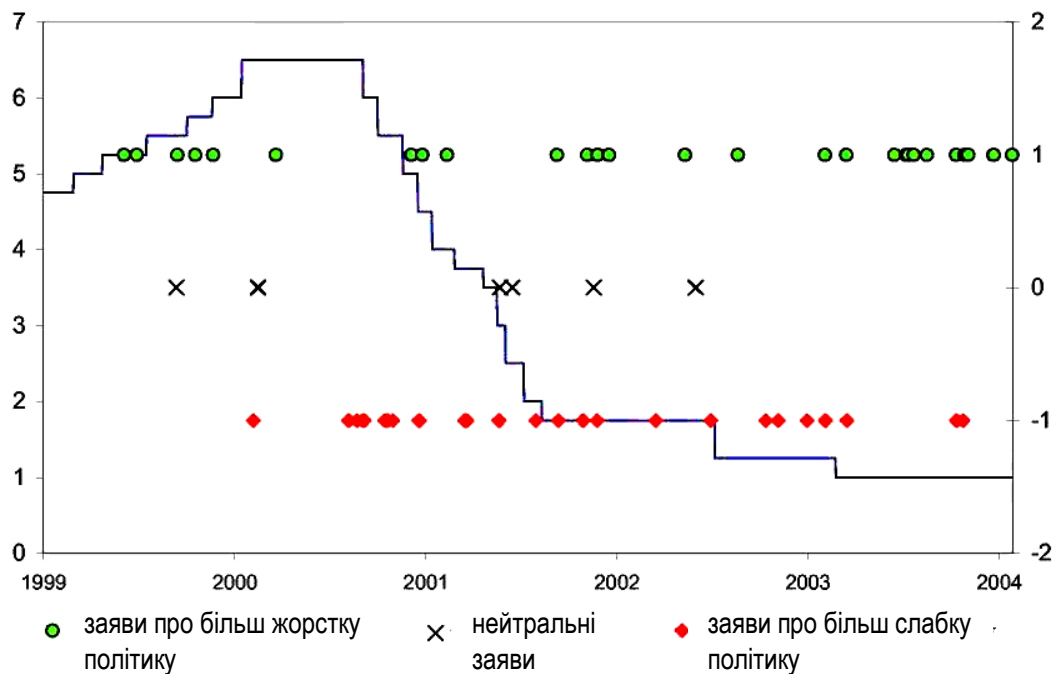


Рис. Б.2. Комунікації щодо стану і перспектив економіки США

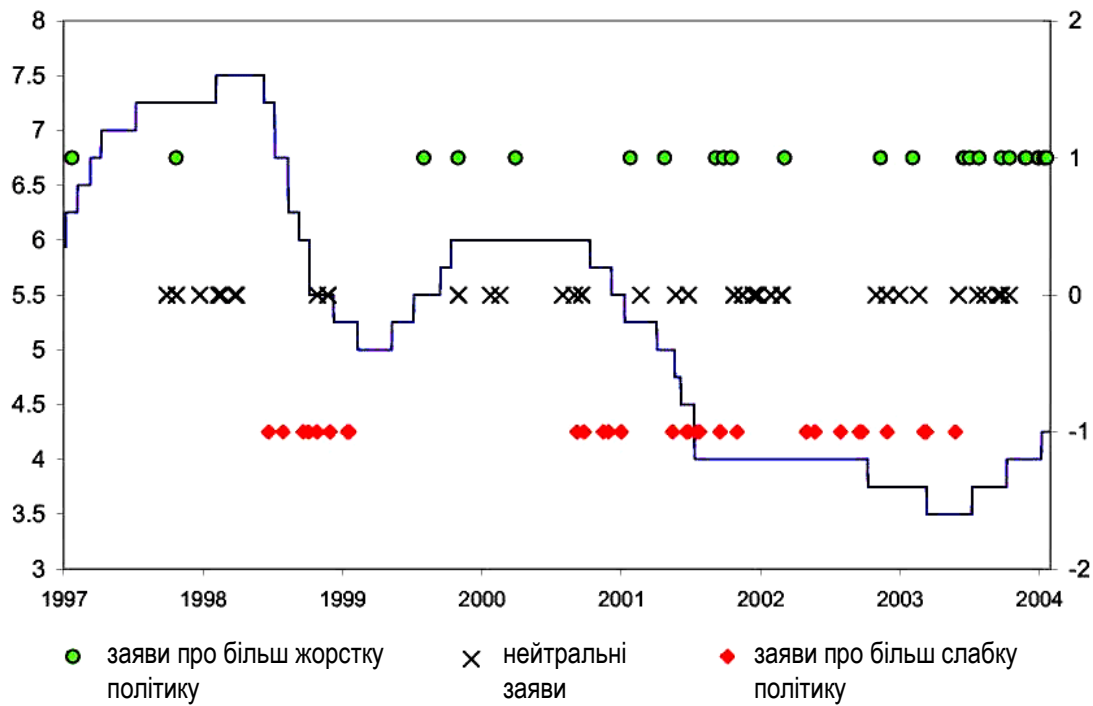


Рис. Б.3. Комунікації щодо напрямків монетарної політики Банку Англії

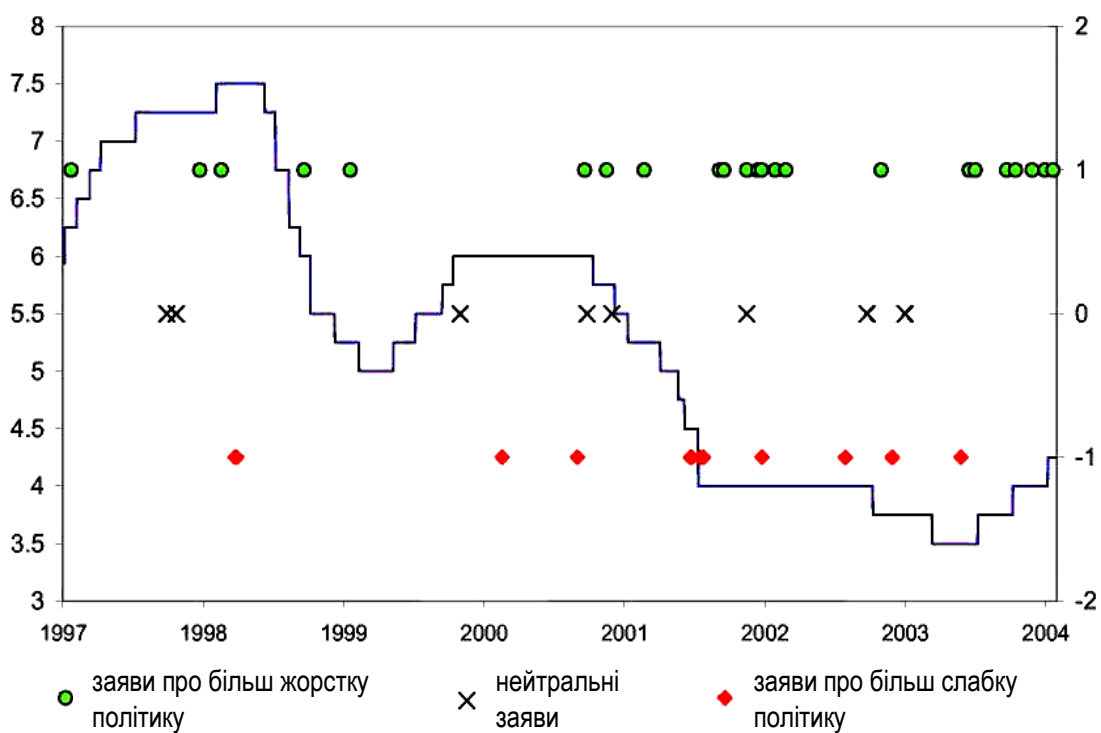


Рис. Б.4. Комунікації щодо стану і перспектив економіки Великобританії

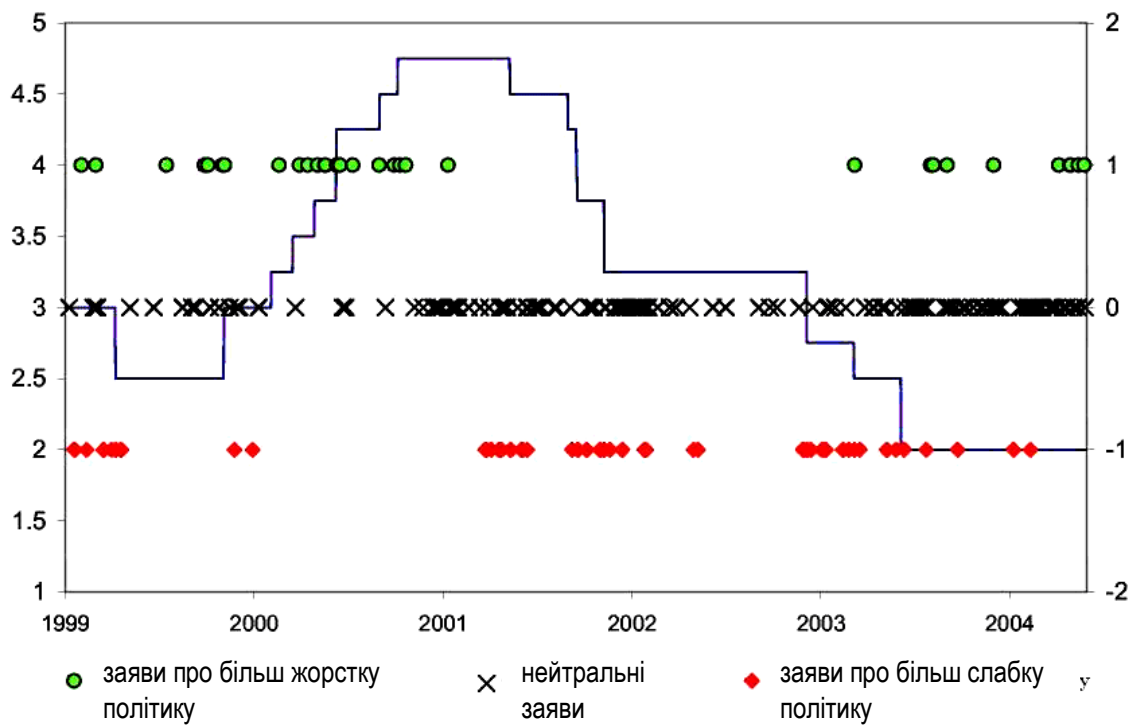


Рис. Б.5. Комунікації щодо напрямків монетарної політики ЄЦБ

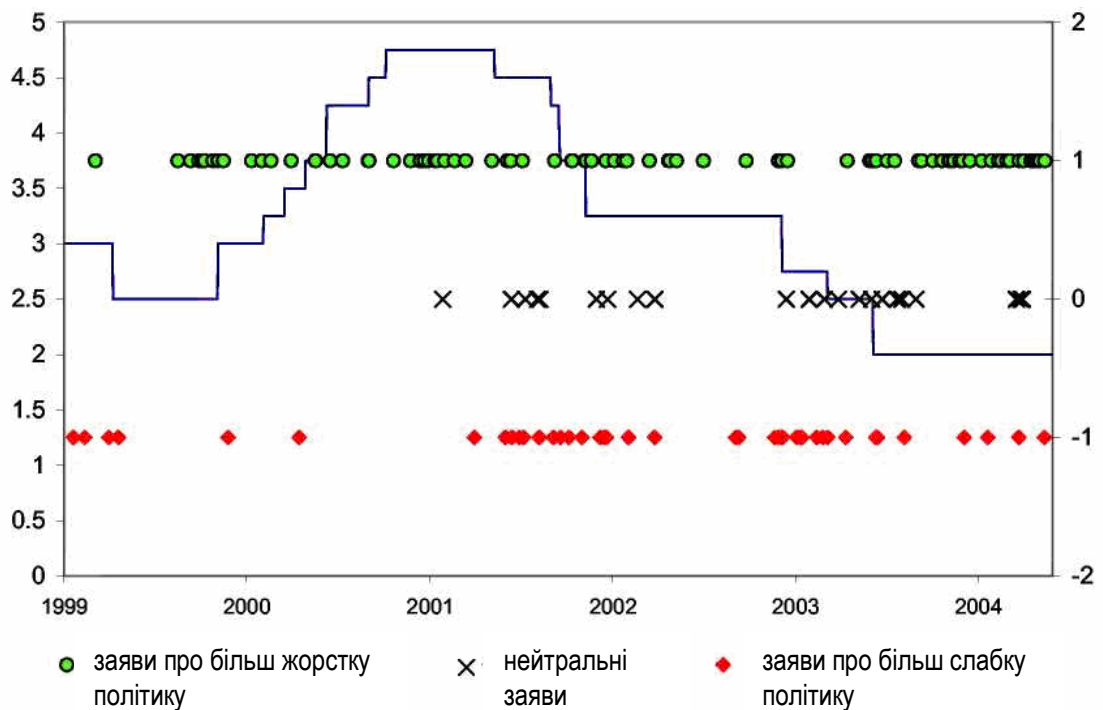


Рис. Б.6. Комунікації щодо стану і перспектив економіки Європи

Наукове видання

*Макаренко Михайло Ілліч
Д'яконова Ірина Іванівна
Журавка Федір Олександрович та ін.*

СТРАТЕГІЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ
В ГРОШОВО-КРЕДИТНІЙ ПОЛІТИЦІ ДЕРЖАВИ

Монографія

Редактор *І.О. Кругляк*

Комп'ютерна верстка *Н.А. Височанська*

Дизайн обкладинки *Ю.М. Хижняк*

Підписано до друку 20.06.2008. Формат 60x90/16. Гарнітура Times.
Обл.-вид. арк. 5,3. Ум. друк. арк. 7,0. Тираж 300 пр. Зам. № 819

Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи Національного банку України”
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції: серія ДК, № 3160 від 10.04.2008

Надруковано на обладнанні Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи Національного банку України”
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57

