

# **ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ**

---

## **Макроекономіка. Підручник**

**Наталія Шелудько**

### **Тема 25. ІНФЛЯЦІЯ ТА АНТИІНФЛЯЦІЙНЕ РЕГУЛЮВАННЯ**

25.1. Інфляція: сутність, форми прояву, вимірювання

25.2. Особливості інфляції в Україні

25.3. Антиінфляційне регулювання. Перспективи та обмеження переходу до інфляційного таргетування в Україні

#### **Література**

##### **Офіційні документи**

1. Конституція України [Текст] : офіц. текст: [прийнята на п'ятій сесії Верховної Ради України 28 червня 1996 р. зі змінами, внесеними Законом України від 8 грудня 2004 р.: станом на 1 січня 2006 р.]. – К. : Мін-во юстиції України, 2006. – 124 с.
2. Про Національний банк України [Електронний ресурс] [закон України: офіц. текст: станом на 04 липня 2014 р.]. – Доступний з: <<http://zakon2.rada.gov.ua>>.
3. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://bank.gov.ua>>.
4. Меморандум про економічну та фінансову політику (Україна – МВФ) [Електронний ресурс]. – Доступний з: <[http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable\\_article?art\\_id=399100](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/printable_article?art_id=399100)>.

##### **Монографії, наукові доповіді, статті, підручники**

5. Гроші та кредит : підручник / [М.І. Савлук, А.М.Мороз, І.М.Лазепко та ін.] ; за наук. ред. М.І.Савлука. – 6-те вид., перероб. і доп. – К. : КНЕУ, 2011. – 589 с.
6. Сніжко О.В. Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз / О.В.Сніжко. – К. : ВПЦ "Київський університет", 2009. – 815 с.
7. Кораблин С.А. Институциональные и структурные факторы инфляционных процессов // Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях : в 2-х кн. / под. ред. акад. НАНУ В.М.Гейца, акад. РАН А.Д.Некипелова. – Кн. 2: Взгляд из Украины. – К., 2012. – С. 81–87.
8. Інфляція та фінансові механізми її регулювання : монографія / за ред. А.І.Даниленка ; НАН України, Ін-т екон. та прогноз. – К., 2007. – 400 с.
9. Бурлачков В.К. Макроэкономика, монетарная политика, глобальный кризис: анализ современной теории и проблемы построения новой модели экономического развития / В.К.Бурлачков. – М. : Книжный дом "ЛИБРОКОМ", 2013. – 240 с.
10. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М.Миркин. – М. : GELEOS Publishing house; Экапитал Трейд Компани, 2011. – 480 с.

11. Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика в Україні: проблеми та шляхи посилення взаємодії : монографія / за ред. А.І.Даниленка ; НАН України, Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2010. – 456 с.
12. *Петрик О.І.* Монетарний розвиток України : навч. посібник / О.І.Петрик. – К. : Ун-т банківської справи НБУ, 2010. – 231 с.
13. *Моисеев С.Р.* Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С.Р.Моисеев. – М. : МФПА, 2011. – 784 с.

**Статистичні матеріали, довідники**

14. Макроекономічний розвиток України // Річний звіт НБУ за 2013 рік / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Доступний з: < <http://bank.gov.ua>>.
15. Аналіз інфляції : аналітична записка / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Доступний з: < <http://bank.gov.ua>>.
16. Основні тенденції грошово-кредитного ринку України за травень 2014 року [Електронний ресурс]. – Доступний з: < <http://bank.gov.ua>>.

Проблема інфляції – одна з найдавніших у житті суспільства: знецінення грошей відбувалося ще в античний період. По мірі розвитку грошових систем, еволюції форм грошей масштаби і форми прояву інфляції в економічних системах також змінювались. Вивчення причин інфляції, а також особливостей інфляційних процесів, механізмів їх впливу на соціально-економічний розвиток сьогодні залишаються в числі основних напрямів досліджень монетарної економіки. Особливо актуальними такі дослідження є для трансформаційних економік, у тому числі й України, фундаментальними детермінантами розвитку яких є інфляційні процеси.

### **25.1. Інфляція: сутність, форми прояву, вимірювання**

#### *25.1.1. Інфляція: сутнісні аспекти*

Найчастіше поняття "інфляція" трактують як зростання загального рівня цін [8, с. 7] або знецінення грошей унаслідок зростання цін [5, с. 155]. Однак за своєю природою інфляція має двоїстий характер: інфляція – і наслідок, і умова економічного розвитку; вона стимулює технологічний прогрес, інституційні зрушення і відіграє ключову роль у конкурентній боротьбі між підприємцями-новаторами і підприємцями-консерваторами за всі види ресурсів [6, с. 243].

У реальності інфляція є досить складним явищем як за формою прояву, так і за сукупністю причин. Так, зростання цін не завжди є ознакою інфляції – наприклад, в умовах хронічного дефіциту товарів за регульованих (фіксованих) державою цін. Класичним прикладом є так званий інфляційний навіс у колишньому СРСР, коли в умовах дефіциту товарів населення мало обмежені можливості витратити заощадження. Формально грошова одиниця не знецінювалась, однак заощадження знецінювались у міру планового підвищення державою цін. Інфляція виникає не за будь-яких темпів зростання цін – у разі сезонних коливань цін інфляційних наслідків може не бути.

Найбільш дискусійним є питання, чи за будь-яких причин зростання цін можлива інфляція. Зважаючи на те, що причини і наслідки інфляції не зовсім коректно зводити лише до купівельної спроможності номінальних доходів та динаміки грошової маси – для об'єктивності суджень і виснов-

ків досліджують не лише рівень та структуру сукупного попиту, а й сукупної пропозиції [7, с. 81].

Залежно від того, з якого боку здійснюється тиск на ціни – з боку пропозиції чи з боку попиту, виділяють два види інфляції: інфляцію витрат та інфляцію попиту [5, с. 161]. Домінуючі погляди на причини інфляції пов'язують її з динамікою агрегованого попиту та грошової маси. Залежність між динамікою цін та сукупною пропозицією є менш дослідженою – вважається, що більш продуктивним у цьому сенсі є аналіз взаємозв'язку інфляції та виробництва у контексті недосконалості реальних ринків, а не лише негативних шоків, породжених інфляцією пропозиції [7, с. 81].

Теоретичні підвалини інфляції у своїй більшості підходів ґрунтуються на положенні, що причиною зміни цін є зміни у пропозиції грошей. Цей принцип сформульований найвідомішим представником сучасного монетаризму Мілтоном Фрідманом: "Інфляція є усюди та завжди грошовим феноменом". Розходження у поглядах починаються на етапі з'ясування причин зростання маси грошей.

На відміну від Кейнса та його попередників, Фрідман припустив, що на попит на гроші впливають ті ж чинники, що і на будь-який актив. Згідно з Фрідманом, попит на грошові активи формується як:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_i, \pi_e - r_m), \quad (1.1)$$

де  $r_m$  – сподіваний дохід на гроші;  $r_i$  – сподіваний дохід на різні види активів (акції, облігації тощо);  $\pi_e$  – сподіваний темп інфляції.

За Фрідманом, індивідууми нагромаджують багатство у формі цінних паперів, грошей або товарів. На протигагу Кейнсу, Фрідман розглядав цінні папери та товари як альтернативу грошам як засобу нагромадження. Також, на відміну від поглядів Кейнса, Фрідман визначив, що зміни у процентних ставках не мають істотного впливу на попит на гроші, тому що сподіваний дохід на гроші не є постійним (за Кейнсом), а змінюється разом із процентною ставкою (тобто величина  $r_b - r_i$  є відносно сталою). За Фрідманом, функція попиту є відносно стабільною, тобто існує стабільний зв'язок між грошима та інфляцією. А отже, якщо монетарна влада підтримує високу зайнятість, стимулює економічну динаміку, покриває бюджетний дефіцит за рахунок емісії, ніякі інші чинники інфляції не визнаються.

Кейнсіанці принципово погоджуються з представниками табору монетаристів у тому, що інфляційні процеси розвиваються лише за тривалого збільшення пропозиції грошей (що характерно для ліберальної грошово-кредитної політики). Вони не заперечують, що дія затратних чинників інфляції може призвести до зростання цін лише за умови швидкого і тривалого нарощування грошової пропозиції, однак не визнають стримування інфляції лише ужорсточенням монетарної політики. З позицій кейнсіанців, монетарна політика має бути настільки ліберальною, щоб не перешкоджати усуненню диспропорцій в економіці, забезпечувати монетизацію бюджетного дефіциту, підтримання зайнятості настільки, наскільки це потрібно.

Необхідно визнати, що на практиці інтенсивність і тривалість інфляційних процесів, що визначають розбіжності в рівні розвитку економік світу, не завжди знаходять адекватне пояснення з точки зору існуючих теоретичних конструкцій. Зокрема, ще необхідно буде досягти безконтрольності процесів формування міжнародної ліквідності в період 2007–2013 років провідними центральними банками світу та ризики світової інфляції. Для трансформаційних економік, де застосування стандартних теоретичних концепцій досить часто не дає очікуваних позитивних результатів, оскільки інфляція по суті є вмонтованою складовою механізму відтворення трансформаційних економік, антиінфляційне регулювання потребує адекватного теоретико-методологічного фундаменту.

### *25.1.2. Вимірювання інфляції*

Важливість адекватного вимірювання інфляції в економічній системі визначається тими обставинами, що інфляція разом із сталими темпами економічного зростання та справедливим розподілом національного багатства перемістилась у фокус економічних політик дедалі більшої кількості держав, а визначальною ціллю монетарної політики центральних банків стає досягнення (контроль) кількісних показників інфляції.

Вище йшлося зокрема про те, що поняття інфляції трактується неоднозначно, методи її вимірювання також широко дебатовуються в теоретичній літературі та залишаються такими ж і у разі практичного застосування статистичними інститутами у різних країнах.

Немає єдності в тому, який саме ціновий індекс адекватний цілям монетарної політики центральних банків – споживчі, ціни виробників, ціни на фінансові активи та нерухомість або їх комбінації в певній пропорції, – чи слід використовувати дефлятор ВВП? Особливо це питання дебатуються в перехідних економіках і, зокрема, в Україні, де вимірювання інфляційних процесів має не тільки економічний, а й політичний характер.

Більшість центральних банків, яка реалізує імпліцитне або експліцитне таргетування інфляції, використовує як ціль індекс споживчих цін (ІСЦ). Водночас є й інші індикатори, що характеризують інфляцію в економіці. Серед них найбільш уживаними є індекс цін виробників (ІЦВ) та дефлятор ВВП (ДВВП). Для того щоб визначити, який цільовий показник є найприйнятнішим для монетарної політики центрального банку, слід враховувати аргументи "за" чи "проти" основних цінових індексів.

По-перше, репрезентативність або охопити широти вимірювання цінової динаміки. З цієї точки зору, охопити індексу цін виробників є достатньо вузьким і він сфокусований головним чином на ціновій динаміці виробничого сектора економіки. Тому ІСЦ та дефлятор ВВП мають значно більший охопити зміни цін в економіці і не обмежуються лише виробничою сферою як ІЦВ. З іншого боку, обсяги імпорту мають негативну вагу в дефляторі ВВП, тобто імпліцитно зростання цін на імпорт зменшує дефлятор ВВП, тому і дефлятор ВВП у цьому сенсі не є задовільною мірою інфляції. Більше того, у процесі глобалізації та розширення міжнародної торгівлі частка імпорту у споживанні населення має тенденцію до зростання, тому виключення цін імпорту як складової загальної інфляції не є припустимим,

якщо використовувати дефлятор ВВП як цільовий показник монетарної політики.

По-друге, концепція обчислювання номінального та реального ВВП з необхідними коригуваннями малозрозуміла громадськості, і тому в разі використання дефлятора ВВП як цільового показника центральні банки могли б втратити певний кредит довіри до монетарної політики, яка має складну і непрозору для розуміння загалу стратегічну ціль. З іншого боку, ІСЦ віддзеркалює зміну купівельної спроможності національної грошової одиниці щодо стандартного споживчого кошика товарів та послуг для середньостатистичного громадянина країни, а не більш абстрактної зміни ціни всіх доданих вартостей, вироблених у цій країні, які визначають дефлятор ВВП.

По-третє, центральні банки у разі використання дефлятора ВВП як цільового показника втрачали б оперативність у прийнятті рішень. Як правило, ІСЦ розраховується на місячній основі і не коригується в наступні періоди, у той час як у переважній кількості країн дефлятор ВВП у кінцевому значенні обчислюється на кварталних даних з великим лагом (до 3-х місяців, тобто дефлятор першого кварталу стає відомим на початку третього), та потім коригується кілька разів відповідно до уточнень ВВП.

Для розробки макроекономічної політики, а також для вимірювання інфляції найчастіше використовують саме індекс споживчих цін, який розраховується за цінністю певного законодавчо зафіксованого набору товарів і послуг ("споживчого кошика"), обчисленого у ринкових цінах базового і поточного періоду.

Одним із способів вимірювання загального рівня цін є метод, побудований на визначенні вартості певного набору товарів та послуг – індекс вартості товарів – ІВТ (та послуг). Перевагами ІВТ є, по-перше, простота вимірювання (базується на вартості витрат на певну кількість товарів та послуг). По-друге, це саме такий індекс, який асоціюється із зростанням загального рівня цін. По-третє, тип виміру інфляції може бути достатньо просто визначеним для будь-якого субкомпонента витрат або випуску, зокрема, споживання, інвестицій або загального випуску товарів та послуг в економіці. Але, незважаючи на простоту та зрозумілість, такий підхід є вразливим з точки зору правильності визначення зростання цін. Це виражається в тому, що в сучасному світі набір товарів, які споживаються, є мінливим: швидко змінюється якість існуючих товарів або з'являються нові товари. Тому підхід, який базується на принципі оцінки вартості товарів (ІВТ), потребує певних переоцінок та модифікацій. Ціновий індекс, побудований за принципом ІВТ, є проблемним з точки зору репрезентативності. Ця проблема полягає в тому, що фіксовані ваги компонентів у кошику товарів, які є постійними, певний тривалий період часу не відображають реальний набір споживання товарів протягом цього періоду між зміною вагових коефіцієнтів окремих компонентів кошика. Багато країн, урахувавши ефект репрезентативності та зміщення (за рахунок нових товарів та товарів з новою якістю), зробили переоцінки розрахунку власних офіційних індексів інфляції. Для вирішення проблеми інфляційного зміщення, яка існувала в американській економіці, була створена спеціальна комісія (ко-

місія Боскіна), яка вивчила суть проблеми та запропонувала шляхи її вирішення [12, с. 76].

Інший альтернативний підхід вимірювання інфляції базується на концепції визначення вартості життя споживачів, і відповідно побудові *індексу вартості життя (ІВЖ)*:

$$ІВЖ_{t,t+k} = \frac{e(p_{t+k}, u)}{e(p_t, u)}, \quad (1.2)$$

де  $e(p_t, u)$  – функція, за допомогою якої визначається мінімум витрат, необхідних для досягнення рівня корисності  $u$  за даних цін  $p$ .

Цей індекс має вимірювати вартість витрат, які необхідні для оптимізації споживачем власних стандартів життя, у той час як ціни на товари та послуги зростають.

Концепція індексу вартості життя базується на теорії корисності, враховуючи яку, за зростання цін на один або кілька товарів споживач зменшує споживання певної групи товарів і переключається на ті товари, які можуть у максимально можливий спосіб замінити коштовні товари на ті, ціни на які є меншими (у мікроекономічній теорії така поведінка визначається як ефект заміщення).

Перевагами ІВЖ є те, що така концепція, на відміну від концепції ІВТ, враховує ефект заміщення. Основною перевагою ІВЖ є також наближення цього індексу до інтересів споживача, тобто конкретної людини щодо підтримання її життєвих стандартів та адекватне відображення у змінах цін та з відповідними вагами в структурі саме того набору, який споживається переважною кількістю індивідів. Незважаючи на це, ІВЖ є підходом, який побудований на теорії переваг споживача, але який важко формалізувати для практичного застосування. На додаток, оскільки ІВЖ-підхід стосується тільки споживання, він не дає приводу стосовно побудови більш широкого індексу інфляції, що охоплює інші компоненти випуску (які також є важливими для аналізу, зокрема, при прийнятті рішень у сфері монетарної політики). Таким чином, ІВЖ-підхід надає привід для побудови індексу споживчих цін (ІСЦ), який намагається охопити якнайширше коло товарів та послуг, які споживаються домогосподарствами, але не надає можливості для побудови цінового індексу для всього ВВП, який визначається як весь випуск, вироблений певною економікою та куплений споживачами, бізнесом, урядом та рештою світу.

Ще однією проблемою для ефективного практичного застосування концепції ІВЖ є проблема агрегації загальної корисності. Ця концепція може давати задовільні результати в разі, якщо уподобання, переваги та статки більшості респондентів у суспільстві є гомогенними, що майже ніколи не відповідає практиці. Зрозуміло, що бідні та заможні люди використовують різні кошики товарів та послуг. І якщо ціни на продукти харчування зростають швидше за решту товарів та послуг, то, зрозуміло, що

інфляція для бідних буде вищою<sup>1</sup>. Це пояснюється тим, що частка продуктів харчування у стандартному споживчому кошику для індивідів із низькими доходами значно вища, ніж для людей із високими доходами. Переваги у споживанні товарів та послуг також суттєво різняться між вікових груп або міського та сільського населення [12, с.80].

## 25.2. Особливості інфляції в Україні

Закономірності та особливості інфляційних процесів в Україні починаючи з 1990-х є добрим емпіричним матеріалом для перевірок та уточнень теорії інфляції.

Перебіг інфляційного процесу в Україні у 1990-х роках в цілому вписувався у схему монетаристського трактування сутності та причин інфляції, хоча дослідники зауважують, що мали місце і помітні відмінності, зумовлені особливостями процесу ринкової трансформації економічної системи [5, с. 177].

У докризовий період (2000–2007 роки) інфляція в Україні була однією з найвищих серед країн із перехідними економіками за той період. При цьому характерною особливістю інфляційних процесів був не тільки високий рівень інфляції, а й її нестабільність: лише в 2001–2003 роках ІСЦ перебував у межах однозначних чисел (за 2002 рік була зафіксована дефляція). Інфляційне тло у 2009–2013 роках знизилося: з 12,3% 2009 року до 0,5% за підсумками 2013 року (2012 року – дефляція) [14, с.13]; інфляційна динаміка першої половини 2014 року демонструє стрімкий злет.

Як результат – скорочення обсягу інвестицій у реальний сектор економіки та зниження довгострокового кредитування<sup>2</sup>. Унаслідок ризиків, у тому числі й через невизначеність із майбутніми рівнями інфляції, не відбувається суттєвих зрушень ні у нарощуванні обсягів інвестиційних та інноваційних кредитів, ні у структурі банківських кредитів за видами економічної діяльності: попит на кредитні кошти значною мірою генерується галузями швидкого обігу, а саме підприємствами гуртової й роздрібною торгівлі.

Наведені особливості перебігу інфляційних процесів в Україні свідчать про те, що проведення антиінфляційної політики та обмеження інфляційних очікувань є доволі проблематичним завданням.

## 25.3. Антиінфляційне регулювання. Перспективи та обмеження переходу до інфляційного таргетування в Україні

### 25.3.1. Регулювання інфляції: еволюція підходів

<sup>1</sup> Зокрема, цей ефект є дуже вагомим в Україні за рахунок значної частки продуктів харчування у споживчому кошику, який обчислює ДСС.

<sup>2</sup> В Україні у структурі інвестицій в основний капітал домінуючим джерелом фінансування є власні кошти підприємств, однак їх можливості щодо самофінансування зменшуються.

Тривалий час у середовищі фахівців і практиків з монетарної економіки ставлення до інфляції було виключно негативним. Однак починаючи з 1960-х років більшість економістів-дослідників і практиків визнала, що лише висока інфляція має руйнівний характер, а помірна інфляція стимулює економічний розвиток (кейнсіанська ідея регульованої інфляції). Ще далі у цьому питанні пішли представники монетаристської школи "раціональних очікувань", які заперечували навіть короткостроковий ефект регулювання грошової емісії та зайнятості і наполягали на тому, що ринкова система сама себе підтримує в рівновазі.

На практиці найбільших проблем новокейнсіанська теорія зазнала на початку 1970-х, коли під впливом першої хвилі нафтових шоків більшість світових економік – імпортерів нафти зазнали одночасно суттєвого прискорення темпів інфляції та стійких високих рівнів безробіття, що отримало назву стагфляція. Новокейнсіанський загал у рамках існуючої моделі не міг пояснити феномен стагфляції та дати відповідь, як органи монетарної влади повинні здійснювати макроекономічну політику для боротьби зі стагфляцією.

У результаті у більшості країн з розвинутою ринковою економікою стала реалізовуватись антиінфляційна політика, яка включала дефляційну політику (регулювання попиту) та політику доходів. Завдяки цьому країни Заходу з початку 1980-х змогли подолати галопуючу інфляцію.

Досвід антиінфляційної політики, накопичений у розвинутих країнах протягом 1980–1990-х років, свідчить, що антиінфляційна політика не повинна обмежуватись лише дефляційними заходами, вона має бути комплексною, спрямованою на сприяння розвитку виробництва і підприємництва, у протилежному випадку її позитивний ефект знижується.

### *25.3.2. Сучасний світовий досвід антиінфляційного регулювання*

З 1990-х, у міру прогресу в стабілізації інфляційних процесів у ринково розвинених та в країнах, що розвиваються (хоча і менш динамічними темпами), почала переглядатися роль центральних банків як основних державних інституцій, які разом з урядами відповідальні за стабільність грошей, а саме: головною стратегічною ціллю монетарної політики центрального банку при взаємодії з урядом повинно бути досягнення та підтримання рівня інфляції на низькому та стабільному рівнях у довгостроковому періоді [13, с. 371].

Загальноприйняті аргументи про необхідність забезпечення цінової стабільності зводяться до такого:

- зростання грошової пропозиції є нейтральним у середньостроковому та довгостроковому періодах, тобто монетарна експансія в кінцевому підсумку впливає тільки на рівень цін, але є нейтральною щодо реального економічного зростання та безробіття (парадигма про нейтральність грошей у довгостроковому періоді);
- інфляція є витратною як з точки зору ефективності розподілу ресурсів, так і з точки зору підтримання економічного зростання в довгостроковому періоді;



– монетарна політика впливає на зміни рівня інфляції зі змінними часовими лагами та різною силою впливу, що обмежує можливості центрального банку контролювати інфляцію на основі рівномірних змін у пропозиції грошей або інструментів політики період за періодом;

– гроші не є нейтральними в короткостроковому періоді, тобто монетарна політика може впливати на низку реальних макроекономічних показників, зокрема, на реальне економічне зростання та рівень зайнятості, але механізм передачі є дуже складним для кількісної оцінки як щодо сили впливу, так і лагів впливу.

У сучасних умовах забезпечення цінової стабільності як пріоритетна ціль монетарної політики центральних банків досягається за допомогою різних монетарних режимів.

*Режим монетарного таргетування* переважно базується на кількісній теорії грошей (тобто приріст визначеного монетарного агрегату як проміжна ціль використовується як номінальний ціновий якор монетарної політики), яка стверджує, що в економіці існує стійка залежність між зміною пропозиції грошей та інфляцією в довгостроковому і навіть у середньостроковому періоді у 2–4 роки.

Другий монетарний режим ґрунтується на *таргетуванні обмінного курсу* і саме його використовує як "номінальний якор" для інфляції.

Третій режим спирається на дедалі більш популярну стратегію – *інфляційне таргетування*, як номінальний якор використовується публічно проголошена інфляційна ціль і зобов'язання центрального банку проводити монетарну політику так, щоб її досягти. Проміжна ціль визначається як відхилення прогнозу інфляції від цільового показника із подальшим відповідним коригуванням монетарної політики за допомогою інструментів монетарної політики (іншим визначенням інфляційного таргетування, яке використовується в літературі, є "таргетування прогнозу інфляції").

З метою успішного функціонування кожного з описаних вище монетарних режимів, за інших рівних умов, необхідно враховувати ступінь відкритості економіки, стабільність співвідношення монетарних агрегатів та інфляції, міру впливу відсоткових ставок центрального банку на економічний процес.

Зокрема, аналіз світового досвіду засвідчує, що вибір фіксованого, плаваючого курсів або проміжного їхнього різновиду не може повністю забезпечити досягнення цінової стабільності. Необхідною умовою для цього є проведення структурних та фіскальних реформ, таких як: створення конкурентного середовища, ефективна приватизація, пенсійна реформа, обмеження неефективних державних витрат та надмірного податкового тиску тощо. У разі суттєвого прогресу у фіскальній і структурній реформах та відсутності фіскального домінування забезпечення цінової стабільності полегшується за різних монетарних режимів.

Запровадження моделі монетарного устрою "*currency board*" дає певні переваги, властиві режимам із фіксованим обмінним курсом, які виражаються у зміцненні довіри до національної валюти та її стабільності, додаткових стимулах не вдаватися до монетизації дефіциту бюджету (у разі його виникнення), дещо швидшому підвищенні продуктивності

праці (передусім в експортоорієнтованих галузях), інтенсивнішому потоку іноземних інвестицій. Проте цей устрій спричиняє й певні негативні наслідки – відносну втрату конкурентоспроможності, підвищення рівня безробіття, посилення вразливості банківського сектора до кризових явищ.

Стратегія щодо використання грошових агрегатів як проміжна ціль монетарної політики для центральних банків не є дієвою для перехідних економік. Часті та швидкі структурні трансформації в цих економіках роблять попит на гроші нестабільним, тому монетарні агрегати не можуть бути надійною проміжною ціллю для монетарної політики центральних банків. Продуктивнішими виявляються або таргетування обмінного курсу, або таргетування інфляції. При цьому вважається, що таргетування обмінного курсу дає кращі результати на ранніх стадіях ринкових перетворень, а саме як надійний номінальний якор при переході від високих до помірних рівнів інфляції.

Інфляційне таргетування за поганих макроекономічних основ (слабкої бюджетної політики, відсутності структурних реформ тощо) не є універсальним рецептом, спроможним швидко знизити інфляцію.

### *25.3.3. Перспективи та обмеження переходу до інфляційного таргетування в Україні*

Ф.Мишкін виділяє п'ять обов'язкових елементів режиму інфляційного таргетування:

- публічне проголошення середньострокової кількісної інфляційної цілі;
- інституційне зобов'язання щодо досягнення цінової стабільності як головної мети монетарної політики, якій підпорядковані інші цілі;
- імплементація монетарної політики, заснована на використанні всієї повноти інформації, в якій при ухваленні рішень щодо застосування монетарних інструментів ураховуються багато змінних, а не тільки грошові агрегати або обмінний курс;
- режим базується на високому ступені відкритості монетарної політики через відповідні комунікаційні канали з громадськістю й учасниками ринку щодо планів, цілей і рішень монетарної влади;
- високий рівень звітності центрального банку щодо досягнення встановленої інфляційної цілі та відповідні механізми забезпечення цієї звітності.

Усі ці елементи є необхідними для так званого режиму повномасштабного інфляційного таргетування, який відрізняється від простого оголошення інфляційної цілі та дозволяє центральному банку скористатися перевагами цього режиму.

Ключовим принципом режиму повномасштабного інфляційного таргетування є те, що сама інфляційна ціль стає номінальним якорем для очікувань суб'єктів господарювання. Отримання нею такої ролі стає можливим тільки завдяки зобов'язанню центрального банку щодо досягнення встановленої цілі та практичного дотримання цього зобов'язання. Як тільки це зобов'язання зникає, режим перестає бути режимом повномасштабного інфляційного таргетування, і роль інфляційної цілі як но-

мінального якоря буде втрачена зі всіма наслідками для економіки, які з цього випливають.

М.Стоун, узагальнивши особливості реалізації монетарної політики в різних країнах світу, виділив такі різновиди режиму інфляційного таргетування:

- країни з режимом повномасштабного інфляційного таргетування (*full-fledged inflation targeting*) – характеризуються середнім або високим рівнем довіри, мають чітке зобов'язання щодо досягнення інфляційної цілі та затверджують це зобов'язання у формі високої транспарентності, яка підсилює відповідальність центрального банку за досягнення мети;

- країни з режимом еклектичного інфляційного таргетування (*eclectic inflation targeting*) – характеризуються настільки високим рівнем довіри до центрального банку, що вона дозволяє їм підтримувати низьку і стійку інфляцію без високого ступеня прозорості і відповідальності за досягнення інфляційної цілі; тривала історія низької і стійкої інфляції, а також високий рівень фінансової стабільності дозволяють їм гнучко досягати як мети стабілізації ВВП, так і мети цінової стабільності (до таких належать ЄЦБ і ФРС США);

- країни зі спрощеною схемою інфляційного таргетування (*inflation targeting lite*) – оголошують інфляційну ціль, але у зв'язку з відносно низьким рівнем довіри і особливостями структури економіки виявляються не здатними її досягти і надати їй пріоритетне значення; відносно низький рівень довіри підсилює схильність країн до різного роду шоків і фінансової нестабільності за слабкої інституційної структури існуючого режиму.

Результати дослідження М. Стоуна свідчать, що в країнах зі спрощеною схемою інфляційного таргетування центральні банки частіше проводять інтервенції на валютному ринку. Це дозволяє стверджувати, що роль номінального якоря в них, як і раніше, відводиться обмінному курсу, а інфляційні очікування прив'язані до його динаміки.

В умовах глобалізації і високої швидкості трансмісії міжнародних шоків, що відображаються, зокрема, на динаміці обмінного курсу, така політика характерна тим, що посилення нестабільності обмінного курсу за низького рівня довіри до центрального банку може мати надмірно негативні наслідки для економіки, принаймні більш негативні, ніж у країнах з високим рівнем довіри до центрального банку і меншою участю останнього на валютному ринку.

Повне інфляційне таргетування здійснюється за наявності двох необхідних передумов:

- фіскальна політика не повинна бути домінуючою, тобто монетарна політика не підпорядковується фіскальній;
- не повинно існувати домовленості між урядом та центральним банком стосовно таргетування іншої номінальної змінної центральним банком (скажімо, обмінного курсу), окрім інфляції.

Серед інших найважливіших рис інфляційного таргетування – рішучі зусилля, спрямовані на налагодження комунікації з громадськістю щодо планів та цілей монетарної політики, а також і щодо механізмів, які дозволяють центральному банку досягати задекларованої мети.

Такий режим першою застосувала Нова Зеландія. Після неї – інші економічно розвинуті країни, серед них – Австралія і Канада, Фінляндія й Іспанія (до вступу в зону євро), Швеція і Великобританія. Нині окремі країни, що розвиваються (зокрема, Бразилія, Чилі, Ізраїль, Мексика, Філіппіни, Туреччина, Колумбія, Південно-Африканська Республіка), перейшли до цього монетарного режиму. Серед країн із перехідними економіками, які працюють за інфляційним таргетуванням, слід виділити Чехію, Польщу, Угорщину, Словаччину, Румунію, Сербію. Багато країн проголосили про свої наміри перейти до інфляційного таргетування та провадять підготовку до цього [12, с. 107–108].

Результати монетарної політики країн з інфляційним таргетуванням за понад 20 років, що минули після його першого застосування Новою Зеландією, є різними, у ряді випадків – доволі успішними. У цих країнах знизилися рівні інфляції, її динаміка набула більшої стабільності. При цьому зменшилися рівні інфляційних очікувань та економічної невизначеності, що суттєво впливає на поліпшення інвестиційного клімату і сприяє стабілізації економічного зростання.

В Україні тривалий час точилися дискусії щодо переваг і недоліків запровадження ІТ.

30 квітня 2014 року МВФ затвердив кредитну програму stand-by для України, розраховану на два роки на загальну суму 17,1 млрд дол. (на початку травня ц.р. МВФ надав перший транш 3,2 млрд дол.). Основними цілями кредитної підтримки МВФ у межах цієї програми є реформи валютної і грошово-кредитної політики, спрямовані в тому числі на перехід до режиму інфляційного таргетування; забезпечення стабільності фінансового сектора; фіскального коригування; фінансового оздоровлення енергетичного сектора за рахунок поступового переходу до ринкових тарифів [4].

Завдання щодо переходу до таргетування інфляції в Меморандумі прописується дещо декларативно, як самоціль, без урахування наявних перешкод – високого показника інфляції та загроз значної девальвації національної грошової одиниці, які роблять використання інфляційного таргету обмежено ефективним, оскільки він повинен мати за таких умов високий абсолютний показник та широкий діапазон. Це ускладнює виконання ним своєї головної функції – цінового орієнтиру. Крім того, дотримання інфляційного таргету передбачається опосередковано, через монетарне та валютне таргетування, що неявно зазначено у Меморандумі: *"12. Ми здійснюватимемо моніторинг виконання нашої програми через показники чистих міжнародних резервів та монетарних агрегатів. Ми маємо намір дотримуватися верхньої межі на ЧВА та нижньої межі на ЧМР (кількісні критерії ефективності), а грошова база слугуватиме **індикативним цільовим показником**. Запропоновані "стелі" на ЧВА узгоджуються з нашими цілями щодо рівнів інфляції, у той час як показники нижньої межі на ЧМР розроблені таким чином, щоб забезпечувати адекватний рівень міжнародних резервів"* [4].

Для ефективного дотримання ІТ необхідно суттєво підвищити дієвість та значення облікової ставки НБУ, як головного інструменту цього

режиму монетарної політики. В меморандумі зазначено цю умову, проте її виконання потребує більш конкретного визначення.

Для дотримання визначених орієнтирів монетарної політики: гнучкість обмінного курсу, інфляційне таргетування, пом'якшення монетарної політики та одночасне *забезпечення фінансової стабільності* – потрібно використовувати широкий спектр інструментів, який, з огляду на складність поставлених завдань, передчасно на цьому етапі обмежувати, як це зроблено в Меморандумі (йдеться про адміністративні і нормативні заходи та обмеження).

НБУ слід більш однозначно сформулювати свою позицію щодо валютних інтервенцій, оскільки від перших осіб регулятора офіційно лунає заперечення проти будь-якого втручання, проте в Меморандумі така можливість передбачається: *"Ці чинники у поєднанні з іншими реформами, передбаченими програмою, допоможуть утримувати рівень реального обмінного курсу, загалом, у відповідності з фундаментальними засадами ... У рідкісних випадках НБУ може вдаватися до точно спланованого у часі продажу обмеженого обсягу іноземної валюти, якщо виникатиме необхідність допомогти обмежити розкручування самовідворюваного циклу девальваційних очікувань"* [4].

Головною проблемою подальшого розвитку банківської системи України є відновлення кредитування реального сектора економіки, що потребує підвищення ліквідності банківської системи, зниження відсоткових ставок на ринку та фінансових ризиків. Для вирішення цього завдання Урядом та НБУ передбачається (у т.ч. у Меморандумі) надати банкам більшу свободу в управлінні ліквідністю, скасувати щоденні ліміти на мінімальні залишки в НБУ (наглядаючи за дотриманням показників резервування). Для підвищення ліквідності у лютому були зменшені норми обов'язкових резервів, а у березні ухвалено Постанову НБУ № 91, якою запроваджено рефінансування комерційних банків під заставу їхніх високонадійних кредитів I та II категорій якості з відповідними дисконтами 0,35 та 0,25. Щоправда це рефінансування має на меті виключно компенсацію відтоку депозитів і не передбачає його використання як кредитного ресурсу.

Укладення угоди з МВФ обмежило потенційну гнучкість грошово-кредитної політики НБУ. Відповідно до Меморандуму верхня межа зміни наростаючим підсумком рівня грошової бази до кінця 2014 року становить 44 млрд грн, починаючи з 1 квітня 2014 року, з яких протягом квітня – травня 2014 року було вже випущено в обіг 13,8 млрд грн [16]. Таким чином, до кінця року НБУ має вкрай обмежені права на емісію гривні – 30,2 млрд грн. Очікувані обсяги пропозиції кредитів для реального сектора економіки до кінця року можуть становити 88 млрд грн (за умови повернення рівня грошового мультиплікатора до 2,9, відновлення довіри до банківської системи і погашення стабілізаційних кредитів НБУ за рахунок повернення у систему вилучених у лютому–травні 2014 року депозитів). Емісійна активність НБУ з початку 2014 року (рефінансування комерційних банків з початку 2014 року по 12 червня 2014 року в обсягу 34,6 млрд грн, зростання грошової бази на 47 млрд грн) не сприяла зростанню обсягів

кредитування реального сектора економіки. Емісія була спрямована на виконання зобов'язань банків перед вкладниками, а не на кредитування підприємств реального сектора.

Загалом, оцінюючи вимушено прискорений перехід до ІТ в Україні, слід зауважити таке: для повного запровадження режиму ІТ в Україні потрібен перехідний період у 2–4 роки, протягом якого необхідно реалізувати низку законодавчих, економічних та технічних ініціатив, ключовими серед яких є: відсутність фіскального домінування; прискорений розвиток фінансового ринку; забезпечення транспарентності та підзвітності НБУ у проведенні ним грошово-кредитної політики; підвищення ролі відсоткових ставок НБУ як основного монетарного інструменту.