

О. В. Алейнікова,
д. держ. упр., доц., професор кафедри економічної теорії, національної та прикладної
економіки, Класичний приватний університет

ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ РЕЖИМІВ ТАРГЕТУВАННЯ В СУЧАСНИХ УМОВАХ РОЗВИТКУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

O. V. Aleinikova,
Doctor of Sciences in Public Administration, Associate Professor, Professor of Economic theory,
National and Applied Economics Department

FEATURES OF USE OF TARGETING REGIMES IN MODERN CONDITIONS OF MONETARY POLICY

У статті досліджено особливості використання режимів таргетування сучасної грошово-кредитної політики. Розглянуто позитивні та негативні сторони режимів таргетування. Обґрунтовано доцільність та визначено передумови впровадження інфляційного таргетування в Україні.

The features of the use of the modes of targeting of modern monetary policy are investigated in the article. The positive and negative sides of the modes of targeting are considered. Expediency is justified and pre-conditions of introduction of inflationary targeting in Ukraine are identified.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, інфляційне таргетування, валютний курс, таргетування грошової маси, державний бюджет, державний борг, доларизація.

Key words: monetary policy, inflation targeting, exchange rate, money supply targeting, the state budget, the national debt, dollarization.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Режими таргетування широко обговорюється в науковій літературі серед науковців, котрі займаються вивченням даної проблематики: С. Аржевітін, К. Коріщенко, С. Моїсєєв, Л. Стецько, К. Львівська, О. Петрик та інші. Але і досі питання щодо доцільності запровадження режимів таргетування сучасної грошово-кредитної політики в економіці країни залишаються не вирішеними.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є дослідження режимів грошово-кредитної політики, особливостей їх використання та обґрунтування доцільності застосування в національній економіці.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

На сучасному етапі розвитку глобального економічного простору теоретичні проблеми грошово-кредитної політики є полем гострих теоретико-політичних дискусій і суперництва протилежних шкіл економічної думки. Проте питання про кінцеву мету грошово-кредитного регулювання не викликає сумнівів, тому як є визначеним для більшості держав. Кінцевою метою практично для всіх економік світу є досягнення загальної економічної стабільності, яка у свою чергу є досягненням стійкого зростання виробництва, повної зайнятості, стабільності цін і позитивного сальдо платіжного балансу.

Загальним підходом до розробки і реалізації грошово-кредитної політики центральних банків є їх орієнтація на забезпечення стабільності національних грошових одиниць і реалізацію монетарних режимів, що базуються на забезпеченні цінової стабільності. На думку учених, підтримка стабільності загального рівня цін в економіці, досягнення

якої дозволяє проводити антициклічну грошово-кредитну політику і забезпечувати високий рівень зайнятості, повинна бути головною метою не тільки центрального банку, але і інших органів державної влади в рамках реалізації боргової, фіскальної і бюджетної політики держави.

РЕЗУЛЬТАТИ

Існують різні підходи до визначення причин і чинників світової фінансової кризи. Більшість дослідників одноставно визнають: криза почалася в банківському секторі, який через накопичення значних обсягів індивідуальних ризиків виявився слабко регульованою ланкою фінансових систем, а теорія "розсіювання ризиків", на яку багато років спиралися фінансисти, вважаючи, що шляхом хеджування індивідуальних ризиків можна уникнути системних потрясінь, не підтвердилася на практиці. Всупереч теоретичним очікуванням, спроби понизити індивідуальні ризики призвели до їх накопичення, що зумовило виникнення системних ризиків. При цьому виявилось, що в багатьох країнах відсутній єдиний підхід до формування і реалізації державної фінансової політики, що посилює процес подолання наслідків кризи і призвело до його нового витка [7].

На думку К. Лагард, каталізатором фінансової кризи є банківська система. Проте це вірно лише частково, оскільки проблема криється в самій фінансовій системі сучасного капіталізму, що базується на кредитних грошах, перманентному дефіциті державного бюджету і значних обсягах державного боргу. Визначаючи основні шляхи подолання світової фінансової кризи, виділяються три пріоритети політики центральних банків, покликаних сприяти забезпеченню фінансової стабільності в кризовий період: 1) посилення повноважень центральних банків як головних регуляторів фінансового ринку з ме-

тою забезпечення стабільності фінансової системи; 2) забезпечення пріоритетності завдань цінової стабільності як головної мети грошово-кредитної політики центрального банку і фінансової політики держави, включаючи стабільність функціонування податково-бюджетної системи і активну підтримку боргової політики уряду; 3) вдосконалення управління ліквідністю банківської системи на основі підвищення гнучкості використовуваних центральними банками процедур, а також посилення контролю і регулювання діяльності фінансових установ і ринків, потенційних одержувачів підтримки ліквідності [3, с. 19].

Перегляд цілей і завдань грошово-кредитної політики в кризовий період відбувається в багатьох країнах. До завдань центральних банків тепер відносять забезпечення фінансової і макроекономічної стабільності, що вимагає розширення інструментарію грошово-кредитної політики, а також повноважень центрального банку. Підхід, відповідно до якого головна мета монетарної політики центрального банку полягає в забезпеченні стабільності національної валюти, передбачає підтримку як курсової, так і цінової стабільності. Таке формулювання цілей центрального банку вимагає розширення форм і методів його співпраці з іншими органами державної влади.

Серед проміжних цілей грошово-кредитної політики можна виділити наступні, вони також загальновідомі як режими грошово-кредитного регулювання:

- грошове таргетування;
- інфляційне таргетування: дана проміжна мета збігається з кінцевою;
- таргетування валютного курсу.

Режим таргетування грошової маси базується на монетаристській концепції, яка має на увазі наявність тісного зв'язку між збільшенням грошової маси і валового внутрішнього продукту. Проводячи таргетування (або встановлення цільових орієнтирів) грошової маси, центральні банки регулюють приріст грошової пропозиції в економіці.

На практиці таргетування грошової маси швидше припускає таргетування різних грошових агрегатів, таких як M2 (обсяг готівки в обігу), грошової бази тощо. Розвиток даний режим отримав в 1970-ті рр. у зв'язку з посиленням інфляційного тиску в країнах Заходу і відмовою від колишніх режимів фіксованих валютних курсів з переходом на плаваючі валютні курси. Проте грошове таргетування не мало великого успіху в більшості розвинених країн. У першу чергу це було продиктовано тим, що у зв'язку з введенням фінансових інновацій і дерегулюванням ринку виникло порушення чіткого зв'язку між інфляцією і грошовими агрегатами, що ускладнило передбаченість швидкості грошового обертання і понизило ефективність грошового таргетування. Таким чином, більшість країн були вимушені відмовитися від використання практики цільових орієнтирів приросту грошової маси. Сьогодні грошовому таргетуванню віддають перевагу не більше трьох десятків країн, що в основному розвиваються, із слабкою фінансовою системою [5, с. 85].

Інфляційне таргетування припускає визначення цільового орієнтиру по інфляції і набір механізмів, що коректують можливі відхилення від цього орієнтиру. Хоча інфляційне таргетування ще двадцять років тому вважалося відносно ризикованим орієнтиром унаслідок тривалого тимчасового лага між діями грошово-кредитних властей і зміною темпу зростання цін, вплив прихильників інфляційного тар-

гетування мав таку силу, що як в розвинених, так і країнах, що розвиваються, в закони про центральні банки були внесені положення, про "забезпечення стабільності цін і підтримка низької і стійкої інфляції є єдиною метою грошово-кредитної політики" [4]. Таргетування інфляції включає ряд елементів, основними з яких є: 1) публічне проголошення середньострокових кількісно визначених планових показників інфляції; 2) інституційна угода щодо цінової стабільності як основної довгострокової мети грошово-кредитної політики; 3) відносна свобода у виборі проміжних цілей; 4) підвищена транспарентність грошової політики через сповіщення громадськості і ринків про цілі і плани грошової влади; 5) підвищена відповідальність регулюючих органів за досягнення планових показників. Часто планові показники по інфляції встановлюються на основі варіацій індексу споживчих цін (ІСЦ), який виражає відносну зміну середнього рівня цін групи товарів і послуг (споживчої корзини) за певний період. Відхилення ІСЦ не повинне перевищувати 2% в середньостроковій перспективі, що забезпечує цінову стабільність і відповідає кінцевій меті грошово-кредитного регулювання. Інфляційне таргетування стало надзвичайно популярним у першій половині 2000, а в 2009 р. серед послідовників даного режиму налічувалося 29 країн, з яких 7 є розвиненими. У першу чергу це було обумовлено тим, що народження інфляційного таргетування припало на період світової макроекономічної стабільності. Востаннє десятиліття двадцятого століття цінова стабільність була досягнута не тільки в групі розвинених, але і в багатьох країнах, що розвиваються.

Проте, починаючи з 2008 р., ефективність інфляційного таргетування була поставлена під сумнів у зв'язку з виникненням загрози світової фінансової кризи, яка зробила жорстким інфляційний тиск не тільки в США, але і в інших розвинених державах.

При цьому основним інструментом монетарної політики у рамках режиму таргетування інфляції залишається відсоткова ставка. Проте, як свідчить практика, використання інструментів короткострокової дії не дозволяє забезпечити довгострокове і стійке регулювання. На наш погляд, вирішення цієї проблеми можливе шляхом поєднання використання інструментів центрального банку, методів і механізмів державного регулювання на основі проведення відповідної економічної політики держави, зокрема, політики регулювання цін, інвестиційної, боргової і податкової політики.

Практика поставила складне завдання, пов'язане не тільки із забезпеченням центральними банками цінової стабільності, але і з досягненням загального рівня стабільності фінансової системи в рамках реалізації загальної фінансової політики держави. Стратегія грошово-кредитного регулювання повинна базуватися не на використанні тільки одного виду таргетування, а забезпечувати ефективну взаємодію різних підходів і різних інструментів. Тому ключова роль у монетарному режимі повинна належати реалізації адекватної відсоткової політики, що забезпечує надійне функціонування відсоткового і кредитного каналів трансмісійного механізму передачі монетарних імпульсів від центрального банку до всіх секторів економіки, особливо до реального сектора.

Таким чином, реалізація грошово-кредитної політики центрального банку повинна передбачати не тільки досягнення цінової і фінансової стабільності, але і мож-

ливість впливати на макроекономічну стабільність шляхом реалізації загальної фінансової політики держави.

Сьогодні реалізація стратегічних цілей координації грошово-кредитної і податково-бюджетної політики здійснюється на основі єдності функціонального і інституційного підходів з переважанням останнього. Тому процес розробки і реалізації стратегії може здійснюватися на основі функціональної, інституційної або змішаної моделі з переважанням тих або інших підходів.

Застосування функціональної моделі характеризується тим, що ухвалені стратегічні рішення є результатом взаємодії державних органів в питаннях реалізації певних завдань, виконання певних функцій і досягнення поставлених цілей. Реалізація інституційного підходу знаходить віддзеркалення в створенні нових повноважних органів (комісій, комітетів, рад), а також в забезпеченні законодавчої і нормативно-правової регламентації діяльності відповідних державних органів, що забезпечують координацію. Відзначаючи важливість обох підходів, слід зазначити, що головна роль в процесі координації повинна належати не інституційному, а функціональному підходу, оскільки саме його використання дозволяє забезпечити досягнення кінцевої мети.

Основними сферами координації грошово-кредитної і податково-бюджетної політики є: 1) таргетування або зниження рівня інфляції; 2) забезпечення адекватної боргової політики; 3) фінансування дефіциту державного бюджету, включаючи його фінансування шляхом випуску державних цінних паперів і монетизацію державного боргу; 4) стимулювання економічного зростання; 5) управління дефіцитом платіжного балансу [1, с. 118]. Ключовим завданням як грошово-кредитної, так і податково-бюджетної політики є заборона інфляції і забезпечення протягом тривалого часу її низького рівня. І уряд, і центральний банк несуть рівну відповідальність за виконання цього завдання, виходячи зі своїх функцій і наявних в їх розпорядженні інструментів заборони. При цьому слід враховувати, що уряд має більше можливостей впливати на заборону інфляції пропозиції, а центральний банк — на заборону інфляції попиту, що разом може бути реалізовано шляхом використання монетарного режиму, заснованого на таргетуванні інфляції. Проте через свої функції і завдання центральний банк завжди більше уваги приділяє питанням заборони інфляції, ніж уряд.

Сьогодні найефективнішим монетарним режимом, сприяючим забезпеченню цінової стабільності, прийнято вважати таргетування інфляції, яке стало основою грошово-кредитної політики багатьох центральних банків. Відповідно до загальноприйнятого підходу основними елементами режиму таргетування інфляції є: визначення центральним банком стабільності цін як головної мети грошово-кредитної політики і встановлення сумісно з урядом чіткого показника рівня інфляції (таргета); високий рівень координації грошово-кредитної і податково-бюджетної політики; наявність у уряду відповідних інструментів і законодавчих повноважень в питаннях реалізації адекватної цінової політики; підтримка суспільством і учасниками ринку уряду і центрального банку в питаннях реформування економіки і фінансової системи [3, с. 20].

Останніми роками багато країн використовують гнучкі режими таргетування інфляції, в рамках яких цен-

тральні банки основну увагу приділяють забезпеченню цільового показника інфляції в середньостроковій перспективі (2—3 роки), а уряди зосереджують свою діяльність на вдосконаленні або реформуванні бюджетних і податкових систем. Такий підхід дозволяє поєднувати досягнення головної мети з вирішенням інших завдань, зокрема із забезпеченням макроекономічної і фінансової стабільності, а також вдосконаленням системи державних фінансів.

Серед стратегічних цілей координації грошово-кредитної і податково-бюджетної політики важливе місце належить поєднанню таргетування інфляції із застосуванням бюджетних правил, що забезпечують досягнення цільових показників дефіциту державного бюджету і обсягу державного боргу, а також належного рівня прозорості діяльності уряду і центрального банку.

Таким чином, поточна фінансова криза довела той факт, що в період фінансової стабільності і низьких цін ефективність застосування режимів грошового таргетування або таргетування інфляції не має ключового значення.

Крім цього, режими грошового таргетування і таргетування інфляції не завжди ефективні для перехідних економік і економік, що розвиваються, через інституційні проблеми, такі як нерозвиненість фінансових ринків, високий рівень доларизації, неефективність внутрішнього виробництва, неконкурентоспроможність вітчизняних товарів, високий рівень безробіття і диспропорції в розподілі фінансових ресурсів між секторами економіки.

На початку перехідного періоду, коли спостерігається швидка доларизація економіки, політика таргетування обмінного курсу є найкращим вибором для країни і грає істотну роль в скороченні інфляції, оскільки пом'якшує інфляційні ефекти девальвації внутрішньої валюти [2]. Існує чотири режими управління валютним курсом: — режим фіксованого валютного курсу — це офіційно встановлене співвідношення між національними валютами, що допускає тимчасові невеликі відхилення від нього в ту або іншу сторону ($\pm 1\%$); — режим регульованого валютного курсу — офіційно певне співвідношення між національними валютами, що допускає коливання валютного курсу у відповідності зі встановленими правилами; — режим плаваючого валютного курсу — вільна зміна курсу під впливом попиту і пропозиції, на які держава може впливати за допомогою валютних інтервенцій; — режим стабільного валютного курсу — курс встановлюється на ринку, головна умова цього режиму — стабільне функціонування економіки (низька інфляція, висока зайнятість тощо).

Застосовуючи режим таргетування валютного курсу, центральні банки використовують або режим фіксованого обмінного курсу національної валюти по відношенню до валюти країни з низьким рівнем інфляції, або режим регульованого валютного курсу, тобто встановлюють горизонтальний або похилий коридор, в межах якого обмінний курс національної валюти може рухатися вільно [6, с. 247].

Таргетування валютного курсу робить дисциплінуючий вплив на економіку і знижує короткостроковий опортунізм Національного банку, що впливає з дискреційного характеру нетаргетованої монетарної політики. При проведенні таргетування валютного курсу грошова влада дотримується одного з різновидів правил грошово-кредитної політики під назвою "правило валютного курсу". Його сенс полягає в тому, що влада прискорює девальвацію національної ва-

люти, якщо її реальний обмінний курс є нижчим за довгострокове значення, і уповільнює девальвацію національної валюти, якщо її реальний обмінний курс є нижчим за довгострокову рівновагу. У разі, коли влада прагне зберегти реальний валютний курс незмінним, вона слідує "правилу паритету купівельної спроможності", згідно якому Національний банк утримує співвідношення цін на внутрішньому і зовнішньому ринках на постійній основі. Світова практика показує, що режим фіксованого обмінного курсу застосовується практично всіма країнами, що розвиваються, які, приєднуючись до однієї з валютних зон (долар, євро), забезпечують стабільність національної валюти, збільшення попиту на товари внутрішнього виробництва, а також скорочення інфляційних очікувань. Проте існує і ряд негативних моментів застосування політики курсової прив'язки. Перш за все, такий режим перешкоджає розвитку валютного ринку, оскільки учасники ринку мають менше стимулів до вивчення тенденцій валютного курсу, відкриття позицій або управління ризиками. Крім того, Національний банк, застосовуючи режим фіксованого курсу, зазвичай сам вимушений діяти на ринку, що обмежує міжбанківську активність.

Тому для країн з розвинутою ринковою економікою, яка, перш за все, припускає єдиний і ліквідний валютний ринок для забезпечення кращого захисту від зовнішніх шоків і більшої незалежності грошово-кредитної політики, доцільне застосування гнучкіших режимів, таких як режим плаваючого валютного курсу. Згідно з цим режимом обмінні курси таких країн встановлюються на рівні міжбанківських, залежно від попиту і пропозиції на іноземну валюту. Перевагами такої політики виступають адаптація економіки до змінних зовнішньоекономічних умов і забезпечення можливості досягнення рівноважного валютного курсу в довгостроковій перспективі, а також управління припливом капіталу.

Разом з цим, в практиці грошово-кредитного регулювання країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою нерідко використовуються змішані режими, які є різними поєднаннями множинних цільових орієнтирів (наприклад, обмінний курс і грошова маса або її складові). Найчастіше як змішаний режим розглядається полегшений варіант таргетування інфляції, оскільки саме інфляційне таргетування є найбільш поширеним в даний час режимом грошово-кредитної політики. Особливістю полегшеного таргетування інфляції в порівнянні з повноцінним інфляційним таргетуванням є те, що разом з прогнозом інфляції використовуються і інші проміжні цільові орієнтири, наприклад по грошовій масі або обмінному курсу. При цьому в обов'язковому порядку офіційно встановлюється пріоритет над всіма іншими вживаними цільовими орієнтирами [5, с. 90].

Щодо України необхідність зміни цільового орієнтиру грошово-кредитної політики з таргетування валютного курсу на таргетування інфляції обумовлено наступними факторами: 1) значні цінові коливання, на які вплинули наступні фактори: збільшення внутрішнього попиту на товари, інфляція основних торгових партнерів; швидке зростання монетарних агрегатів за рахунок грошової емісії; різке збільшення обсягів соціальних трансфертів; високі темпи підвищення заробітної плати, яка зростала набагато швидше, ніж продуктивність праці; 2) існування фактичної прив'язки обмінного курсу гривні до долара

США, що значною мірою обмежує дієвість монетарної політики та змушує економіку України бути залежною від економічної ситуації в США; 3) більш гнучкий обмінний курс поліпшив би контроль за інфляцією, а також допоміг би пом'якшити наслідки дії зовнішніх шоків, зменшив би спекулятивний вплив на валютний курс.

ВИСНОВКИ

Отже, Уряд країни повинен виконати цілу низку технічних передумов для того, щоб запрацювало таргетування інфляції. Важливо зменшити адміністративне втручання уряду в процес ціноутворення, щоб інфляція головним чином відображала загальноекономічні співвідношення попиту та пропозиції. Крім того, НБУ має визначити канали трансмісії грошово-кредитної політики в українській економіці, розвинути інструменти монетарної політики, які дали б змогу регулювати ці канали належним чином, Національний банк має значно краще інформувати суспільство про свої рішення, наміри та їхню макроекономічну мотивацію.

Таким чином, критеріями віднесення використовуваної системи монетарного регулювання до тієї або іншої групи режимів є наявність або відсутність заданих в кількісній формі проміжних цільових орієнтирів, їх число, а також наявність механізму, що визначає пріоритетність того або іншого цільового орієнтиру. Проміжні цілі монетарного регулювання вельми різноманітні і адаптовані до вибраної кінцевої мети грошово-кредитної політики тієї або іншої держави.

Література:

1. Кучеренко С.А. Таргетування інфляції як інструмент антиінфляційної політики національної економіки / С.А. Кучеренко // Вісник Черкаського університету: Вип. 207 Серія Економічні науки. — Черкаси: Видавництво ЧНУ ім. Б. Хмельницького, 2011. — С. 116—122.
 2. Миллер Р.Л. Современные деньги и банковское дело / Роджер Л. Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз. Пер. с 3-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XXIV, 856 с.
 2. Міщенко С.В. Механизмы координации денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики / С.В. Мищенко // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. — 2012. — № 2. — С. 16—26.
 2. Моисеев С. Таргетирование политических установок. Банки России: курсовое многообразие [Электронный ресурс] / С. Моисеев // Банковское обозрение. — Март, 2009 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.mifp.ru/general/upload/content_list/cei/BO-3-09.pdf
 5. Содикова С.Ш. Особенности выбора промежуточных целей денежно-кредитного регулирования в современных экономических реалиях / С.Ш. Содикова // Вопросы регулирования экономики. — ООО "Гуманитарные перспективы" (Ростов-на-Дону), 2010. — Том 1, № 1. — С. 84—91.
 6. Чук В.В. Основні засади та перспективи розвитку монетарної політики в Україні / В.В. Чук // Інноваційна економіка (Всеукраїнський науково-виробничий журнал): Фінансово-кредитна політика, 2011. — №7 (26). — С. 245—251.
 7. World Economic Outlook Sustaining the Recovery, Washington, DC: International Monetary Fund, October 2009. — 208 p. — Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/weo/2009/02/pdf/text.pdf>
- Стаття надійшла до редакції 11.06.2013 р.*