

УДК 336.711

Олександр ДЗЮБЛЮК

## ПРОБЛЕМИ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В СУЧАСНІЙ ЕКОНОМІЦІ

---

---

*Розглянуто теоретико-методологічні засади та ключові аспекти механізму практичного застосування інфляційного таргетування як режиму монетарної політики. Відзначено основні макроекономічні передумови запровадження інфляційного таргетування, а також його головні переваги та недоліки для країн із перехідною економікою. Обґрунтовано необхідність оптимізації процесу вибору монетарного режиму з урахуванням тих викликів, як постають перед економікою України та Національним банком.*

**Ключові слова:** *інфляційне таргетування, режим монетарної політики, валютний курс, грошова маса, інфляція, монетарне регулювання.*

---

**Александр ДЗЮБЛЮК**

### **Проблемы инфляционного таргетирования в современной экономике**

*Рассмотрено теоретико-методологические принципы и ключевые аспекты механизма практического применения инфляционного таргетирования в качестве режима монетарной политики. Отмечено основные макроекономические предпосылки внедрения инфляционного таргетирования, а также его главные преимущества и недостатки для стран с переходной экономикой. Обоснована необходимость оптимизации процесса выбора монетарного режима с учетом тех вызовов, которые возникают перед экономикой Украины и Национальным банком.*

**Ключевые слова:** *инфляционное таргетирование, режим монетарной политики, валютный курс, денежная масса, инфляция, монетарное регулирование.*

---

**Oleksandr DZYUBLYUK**

### **The Problems of the Inflation Targeting in a Modern Economy**

**Introduction.** *Article reviews the major problems of right choosing by the central bank, the instruments and regime of monetary policy. The choice of strategic aims of monetary policy is connected with the achievement of ultimate goals of state economic policy, such as economic growth, high employment, low inflation and equilibrium of balance of payments. To achieve these goals the central bank has to choose most suitable instrument among the intermediate aims of monetary policy, such as monetary supply, interest rate and currency exchange rate. In accordance with it that purpose the central bank has to choose the most optimal regime of monetary policy, known as so-called targeting.*

**Purpose.** *The purpose of this paper is to analyze the problems of modern monetary policy in Ukraine under conditions of economic crisis and those tasks, which the central bank has to solve, choosing the most acceptable regime of monetary regulation.*

---

**Results.** *The article discusses theoretical approaches to main advantages and failings of inflation targeting. The article defines the total combination of main factors, which are necessary for the successful implementation of the inflation targeting regime. Among them are the following: high level of the independence of the central bank; availability of a wide resources for government's internal and external borrowing on the financial markets; existence of effective monetary transmission channels; availability of highly developed financial market; monetary power's refusing of the targeting the other macroeconomic goals.*

*A choice of the optimum regime of monetary policy is the main initial condition of effective application of regulative instruments by the National Bank, as the effectiveness of all measures of state economic policy depends on a trust to the banking system and to a national currency. The absolute priority of the purpose to support price stability and submission to it all other aims and tasks of monetary policy have been declared in Ukraine in the last period. But there are many limitations, which do not help the National Bank of Ukraine to establish such regime successfully. These limitations includes: relatively low inflation; high level of financial stability of the banking system; the achievement of sustainable economic growth; demonopolization of the economy and the refusal of administrative price controls; transition to new technological structures with an increase in value added in the structure of domestic production; providing of the balanced profits and charges of budget; a small part of foreign trade in GDP; improving the competitive advantage of domestic production on foreign markets; low level of dollarization of the economy; high level of central bank independence.*

**Conclusion.** *The results of inflation targeting are quite difficult for being foreseen because of exchange rate instability, ineffectiveness of percent channel of monetary transmission and price asymmetry. In connection with this necessity it follows to count the smooth change of having a special purpose aims of monetary regulation by establishment of certain transitional period during which it follows to use the necessary facilities of influence on the dynamics of rate of exchange as a key parameter of stability of Ukrainian economy and effective functioning of the bank sector of the country.* Key words: *fiscal rules, public debt, budget deficit, fiscal policy, macroeconomics.*

**Keywords:** *inflation targeting, monetary policy regime, rate of exchange, monetary supply, inflation, monetary regulation.*

**JEL Classification:** E31, E42, E52

---

**Постановка проблеми.** Одним із головних завдань центрального банку в процесі реалізації грошово-кредитної політики є вибір правильних цільових орієнтирів задля реалізації ключових завдань державного впливу на перебіг економічних процесів монетарними засобами. За таких обставин виникає проблема ефективного застосування наявного у центрального банку інструментарію монетарного регулювання для того, щоб стимулювання притоку кредитних ресурсів у

реальний сектор не стало фактором розгортання інфляційних процесів і дестабілізації грошового ринку країни. Однак вибір стратегічних цілей монетарної політики тісно пов'язаний із досягненням доволі суперечливих кінцевих цілей державної економічної політики загалом, таких як: підтримання стійкого економічного зростання, високої зайнятості, низьких темпів інфляції і рівноваги платіжного балансу. Можливості досягнення цих цілей визначаються конкретним наяв-

ним у центрального банку набором інструментів, сфера реалізації яких обмежена уже такими тактичними цілями, як грошова маса в обігу, рівень процентних ставок на ринку та валютний курс. Відповідно до цього обирається режим монетарної політики у вигляді так званого таргетування, тобто утримання динаміки певного макроекономічного показника на проголошеному рівні протягом визначеного проміжку часу.

Таргетування грошових агрегатів, валютного курсу або інфляції є нині головними напрямками вибору центральним банком того номінального якоря монетарної політики (загалом одного із трьох), що визначає особливості впливу на головні макроекономічні параметри та напрями практичного застосування інструментів грошово-кредитного регулювання. Очевидно, що якщо монетарне і курсове таргетування застосовуються для регулювання проміжних цілей грошово-кредитної політики, то інфляційне таргетування направлене на кінцеву мету економічної політики держави. Слід також наголосити, що як кінцева мета інфляційного таргетування виступає саме стабільність цін. Так, в Україні в "Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік", зокрема, зазначається, що пріоритетною метою грошово-кредитної політики є досягнення та підтримка цінової стабільності в державі, головним критерієм чого розглядається досягнення та підтримання в середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін у межах 3–5% на рік [1].

Чи можна вважати інфляційне таргетування доволі оптимальним режимом монетарної політики, особливо якщо йдеться про країни із ринками, що розвиваються? Цілком очевидно, що як і будь-яке рішення у сфері економічної політики, а особливо тієї її частини, яка стосується грошово-кредитного регулювання, необхідно в найбільш

ретельний спосіб зважувати усі його можливі наслідки і форми практичного вияву в економіці і соціальній сфері, позаяк грошова система охоплює діяльність усіх без винятку економічних агентів, а ефективність її функціонування є чи не найголовнішим індикатором довіри до влади (в т. ч. і в особі центрального банку) з боку суспільства.

**Постановка завдання.** Вищезазначене означає необхідність всебічного розгляду іманентних ознак інфляційного таргетування як режиму монетарної політики для того, щоб з'ясування його позитивних і негативних сторін сприяло найбільш виваженим рішенням щодо реалізації грошово-кредитного регулювання Національним банком України з огляду на ту величезну сукупність проблем, із якими зіштовхується вітчизняна економіка упродовж останнього періоду, що виявляється, зокрема, у стрімкому падінні обсягів виробництва у реальному секторі, наростанні інфляційних процесів, загостренні кризи у банківській системі і на валютному ринку, падінні реальних доходів населення та відповідно зниженні загального життєвого рівня. Вибір оптимального режиму монетарної політики за таких обставин є однією з головних умов ефективного застосування регулятивних інструментів Національним банком, оскільки від довіри до банківської системи і національної валюти вирішальною мірою залежить успішність всіх заходів державної економічної політики щодо подолання кризових явищ в економіці.

**Виклад основного матеріалу.** Потрібно зазначити, що в Україні в останній період для вибору режиму монетарної політики була заявлена безумовна пріоритетність цілі щодо цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань грошово-кредитної політики [1]. Таким чином, було обрано режим інфляційного таргетування, хоча можливості його застосування мали би передбачати всебічний аналіз як зару-

біжного досвіду його запровадження, так і попередню оцінку його головних переваг та недоліків, особливо стосовно умов розвитку вітчизняної економіки за останній період та з урахуванням тих викликів, які постають перед центральним банком. Йдеться, зокрема, про такі виклики, як: суттєвий відплив капіталу та зростання попиту на іноземну валюту на обох сегментах валютного ринку; скорочення зовнішнього товарообороту; ускладненість доступу до ринків капіталу; значний квазіфіскальний дефіцит і фіскальне домінування; зростання вартості обслуговування валютних кредитів унаслідок стрімкої девальвації національної валюти; збільшення частки недіючих кредитів; скорочення ресурсної бази банків через значний відплив депозитів; втрата платоспроможності окремими банками [2, с. 58–59].

За таких обставин вибір інфляційного таргетування як режиму монетарної політики в Україні мав би ґрунтуватись на оцінці усіх можливих ризиків, пов'язаних із поточною макроекономічною ситуацією, а також враховувати позитивні й негативні аспекти досвіду інших країн щодо запровадження цього режиму.

Щодо зарубіжного досвіду, то потрібно зазначити, що політика інфляційного таргетування вперше була застосована у Новій Зеландії в 1990 рі. Зовні привабливі позитивні риси цього монетарного режиму сприяли тому, що він за короткий час набув популярності у багатьох розвинутих країнах – Канаді, Австралії, Великобританії, Швеції та Ізраїлі. Пізніше цю політику перейняли держави Латинської Америки (Бразилія, Чилі, Мексика, Колумбія і Перу) й інші країни з економікою, що розвивається (зокрема Південна Африка, Південна Корея, Індонезія, Таїланд і Туреччина). На сьогодні режим інфляційного таргетування застосовують 28 країн (табл. 1). Крім того, режим, що застосовується Європейським центральним банком, також близький

до інфляційного таргетування, хоча й офіційно його таким не проголошено.

Головні дискусії щодо практичного застосування тих або інших режимів монетарної політики точилися передусім в останню третину ХХ ст., коли після краху у 1970-ті рр. Бреттон-Вудської валютної системи національні економіки розвинутих країн отримали ряд викликів щодо уповільнення темпів зростання й виробничого спаду, наростання інфляційних процесів, а також зовнішньоекономічної розбалансованості. Можна спостерігати послідовне використання центральними банками усіх трьох таргетів, у результаті чого кращий із них було обрано емпірично. Якщо спершу, у 1980-ті рр. розвинуті країни використовували таргетування грошових агрегатів згідно з монетаристськими рецептами регулювання, а наприкінці 80-х – на початку 90-х рр. перейшли до управління валютним курсом як номінальним якорем, то в подальшому спостерігається вже тенденція до використання інфляції як головного таргета грошово-кредитної політики.

У більшості країн подібна еволюція стратегії центральних банків стала природним наслідком незадовільного практичного досвіду реалізації монетарної політики саме за допомогою грошових агрегатів або фіксованого обмінного курсу як номінального якоря. Так, зокрема під час валютних криз 1990-х рр. став очевидним провал політики управління обмінними курсами через неспроможність центральних банків справитися з атаками валютних спекулянтів. Таргетування грошових агрегатів виявило свою неефективність ще раніше через низьку інформативність для суспільства та недостатні можливості контролю з боку центрального банку за динамікою широких грошових агрегатів (M2 і M3). Природно, що за таких обставин інфляційне таргетування сприймалось як таке, що найбільшою мірою відповідає завданням монетарної

Таблиця 1

Особливості застосування режиму таргетування інфляції в різних країнах [6]

	Країна	Період початку застосування режиму	Темп інфляції в момент початку застосування режиму, %	Цільовий показник інфляції в сучасний період, %
1	Нова Зеландія	1990	3.30	1 - 3
2	Канада	1991	6.90	2 +/- 1
3	Великобританія	1992	4.00	2
4	Австралія	1993	2.00	2 - 3
5	Швеція	1993	1.80	2
6	Чеська Республіка	1997	6.80	3 +/- 1
7	Ізраїль	1997	8.10	2 +/- 1
8	Польща	1998	10.60	2.5 +/- 1
9	Бразилія	1999	3.30	4.5 +/- 1
10	Чилі	1999	3.20	3 +/- 1
11	Колумбія	1999	9.30	2 - 4
12	Південна Африка	2000	2.60	3 - 6
13	Таїланд	2000	0.80	0.5 - 3
14	Угорщина	2001	10.80	3 +/- 1
15	Мексика	2001	9.00	3 +/- 1
16	Ісландія	2001	4.10	2.5 +/- 1.5
17	Південна Корея	2001	2.90	3 +/- 1
18	Норвегія	2001	3.60	2.5 +/- 1
19	Перу	2002	-0.10	2 +/- 1
20	Філіппіни	2002	4.50	4 +/- 1
21	Гватемала	2005	9.20	5 +/- 1
22	Індонезія	2005	7.40	5 +/- 1
23	Румунія	2005	9.30	3 +/- 1
24	Сербія	2006	10.80	4 - 8
25	Туреччина	2006	7.70	5.5 +/- 2
26	Вірменія	2006	5.20	4.5 +/- 1.5
27	Гана	2007	10.50	8.5 +/- 2
28	Албанія	2009	3.70	3 +/- 1

влади із підтримання макроекономічної стабільності – передусім у сенсі контролю цінової динаміки.

Згідно з економічною теорією інфляційне таргетування є доволі простою процедурою. Суть її полягає в наступному: центральний банк прогнозує майбутню динаміку інфляції; прогноз порівнюється з цільовими значеннями інфляції, якої бажано досягти; різниця між прогнозом і метою вказує на те, наскільки

повинна бути скорегована грошово-кредитна політика. Інфляційне таргетування означає, що монетарна влада встановлює плановий рівень інфляції і використовує всі засоби, щоб його досягти [3, с. 89].

Інакше кажучи, інфляційне таргетування передбачає встановлення центральним банком кількісного показника допустимого рівня інфляції і забезпечення зростання цін у межах встановленого діапазону з метою впливу

на інфляційні очікування суб'єктів господарювання і населення. Вважається, що для успішної реалізації режиму таргетування інфляції, перш за все, потрібні обов'язкове вільне курсоутворення і використання короткострокової процентної ставки як основного інструмента грошово-кредитної політики. Щодо регулювання процентних ставок, то потрібно наголосити, що механізм їхнього застосування було обґрунтовано ще у кейнсіанській теорії дискретного регулювання відповідно до завдань центрального банку реагувати на зміну фаз ділового циклу. Зміна самих процентних ставок має зворотній вплив на динаміку грошової пропозиції, а відтак і на сукупний попит та інфляційні процеси. Використовуючи цей механізм, центральні банки за допомогою інструментів грошово-кредитної політики мають можливість впливати на обсяг ліквідних ресурсів в економіці загалом, контролювати ринкові ставки процента, а відтак стимулювати інвестиції й інші складові сукупного попиту. Утім, найбільш ефективно дія процентного каналу монетарної трансмісії виявляється в економіці країн із добре розвинутим фінансовим ринком, де фінансування реального сектору здійснюється переважно через ринок цінних паперів (наприклад, в економіці США).

Достатньо важливим параметром режиму таргетування інфляції є наявність меж коливання цільового орієнтиру інфляційного показника. Йдеться про певний наперед визначений діапазон, у рамках якого коливання змінної величини цільового орієнтиру інфляції зазвичай вважаються допустимим. Водночас не виключається можливість виходу інфляції за межі цього інтервалу. Проте центральний банк повинен відразу виступити з поясненням причин такого відхилення і вказати заходи, за допомогою яких інфляція може бути повернена в межі цільового орієнтиру.

Очевидно, що перехід багатьох країн світу до інфляційного таргетування зумовлений передусім його перевагами порівняно із альтернативними режимами монетарної політики. Насамперед йдеться про такі переваги, як:

- підвищення рівня інформативності монетарної політики центрального банку для суспільства і зростання довіри населення до його дій;
- зниження інфляційних очікувань з боку економічних агентів з огляду на чіткість проголошених намірів центрального банку щодо обмеження цінової динаміки;
- розширення можливостей проведення самостійної грошово-кредитної політики із реалізацією завдань щодо вирішення внутрішніх проблем економіки;
- зростання рівня гнучкості в процесі реалізації монетарного регулювання і можливостей більш активно реагувати на зміну макроекономічної ситуації;
- створення умов для збалансованого розвитку усіх секторів і галузей економіки, а не лише тих, які пов'язані із зовнішньоекономічними відносинами.

Водночас режим таргетування інфляції має недоліки, що визначають необхідність виваженого, обережного підходу під час його запровадження, особливо в країнах із ринками, що розвиваються. До недоліків слід насамперед віднести такі:

- вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком, що може суттєво знизити ефективність інструментів грошово-кредитної політики, призвести до значного відхилення фактичних інфляційних показників від запланованих, а відтак підірвати довіру до монетарної влади з боку суспільства;
- обмеження можливостей досягнення інших стратегічних цілей монетарної політики, зокрема стимулювання економічного зростання і зниження рівня без-

робіття, позаяк надходження кредитних ресурсів задля активізації виробництва і бізнес-процесів стримується завданнями із корегування цінової динаміки;

- зростання волатильності валютного курсу, що в умовах підвищення впливу глобалізаційних процесів на національну економіку, зростання рівня взаємозалежності господарств різних країн призводить до макроекономічної і фінансової нестабільності та негативно впливає на динаміку внутрішнього виробництва;
- існування проблеми вибору конкретного індексу цін як цільового параметру монетарної політики, причому достатньо суперечливими є спроби використання показників так званої «базової інфляції», очищеної від впливу факторів нерівномірних змін цін, викликаних шоками пропозиції та адміністративним регулюванням, що може призвести до значних розбіжностей таких «скорегованих показників» із реальною динамікою цін на ринку;
- потреба у наявності в центрального банку серйозного апарату прогнозування і адекватної статистичної бази, оскільки прогноз показників інфляції має здійснюватись на постійній основі для корегування грошово-кредитної політики та інструментарію, який використовується, а також для контролю відповідності проведених заходів монетарного регулювання поставленим цілям;
- існування доволі тривалого часового лагу між здійсненням тих чи інших заходів у сфері монетарного регулювання і досягненням кінцевого результату у вигляді зрушень у ціновій динаміці, що є особливо небезпечним в умовах загострення кризових явищ в економіці, коли необхідні оперативні й адекватні дії грошової влади у відповідь на зміну економічної кон'юнктури.

Окрім зазначених переваг та недоліків, важливим аспектом розгляду цього режиму

монетарної політики є також оцінка сукупності тих важливих передумов, наявність яких обов'язкова для запровадження інфляційного таргетування. Головними серед таких передумов є наступні.

По-перше, центральний банк має володіти достатнім ступенем незалежності, що визначає його політичну нейтральність і автономію рішень щодо вибору цілей та інструментів грошово-кредитної політики. Ключовим при цьому є позбавлення діяльності центрального банку від фіскально-бюджетного домінування з боку уряду, коли існує небезпека активних урядових запозичень і використання для цього емісійних механізмів, що призводить до монетизації державного боргу.

По-друге, що впливає із попереднього, наявність в уряду країни широкої дохідної бази і відсутність проблем із внутрішніми та зовнішніми запозиченнями для покриття дефіциту державного бюджету, що визначає недоцільність власне самого залучення для цієї мети емісійних можливостей центрального банку.

По-третє, наявність чітких, ефективно діючих каналів монетарної трансмісії, зокрема процентного і кредитного, що визначає потенціал активного впливу з боку центрального банку на перебіг економічних процесів та його можливості наявними інструментами контролювати обраний таргет – інфляцію.

По-четверте, відмова грошової влади від таргетування інших макроекономічних параметрів, передусім валютного курсу, що визначається принципом однієї цілі грошово-кредитної політики (інфляції) і одного інструмента її досягнення (процентної ставки), створюючи передумови для контролю центрального банку саме за інфляцією.

По-п'яте, наявність добре розвинутого фінансового ринку із широким колом інструментів управління ризиком, а також стабільне функціонування банківської сис-

теми країни, що характеризує можливості центрального банку здійснювати ефективну передачу монетарних імпульсів грошово-кредитного регулювання на економіку.

Потрібно наголосити, що запровадження режиму інфляційного таргетування у тій чи іншій економіці має ґрунтуватися, окрім зазначених вище базових макроекономічних й політичних передумов, ще й на національних особливостях економічного розвитку конкретної країни, що не завжди враховується у процесі прийняття рішень монетарною владою. Так, розвинуті й орієнтовані переважно на внутрішній ринок економіки функціонують принципово інакше, ніж невеликі країни, що розвиваються, із високим рівнем відкритості національного господарства. Якщо перші можуть дозволити собі абстрагуватися від динаміки обмінного курсу і орієнтуватися переважно на темпи інфляції й економічного зростання, то другі – ні. Відмінності у характері монетарного регулювання визначаються також вибором інструменту (або проміжної мети) грошово-кредитної політики. Центральні банки розвинених країн переважно використовують для цього процентні ставки. Країни, що розвиваються, і країни з перехідною економікою, як і раніше, багато в чому спираються на контроль грошової пропозиції і валютного курсу, що пов'язано із недостатнім рівнем розвитку їх фінансових ринків і банківських систем у цих країнах.

Що стосується вітчизняних умов економічного розвитку, то потрібно наголосити, що успішне запровадження на практиці (а не декларативно) режиму інфляційного таргетування є можливим за умови забезпечення реалізації певних макроекономічних передумов, найбільш важливими серед яких є такі:

- порівняно низькі темпи інфляції;
- високий рівень фінансової стійкості банківської системи;

- досягнення стабільних темпів економічного зростання;
- демонополізація економіки і відмова від адміністративного контролю цін;
- перехід до нових технологічних укладів із збільшенням частки доданої вартості в структурі вітчизняного виробництва;
- забезпечення збалансованих доходів і витрат бюджету;
- незначна частка зовнішньоторговельного обороту у структурі ВВП;
- підвищення конкурентних переваг національного виробництва на зовнішніх ринках;
- низький рівень доларизації економіки;
- високий рівень незалежності центрального банку.

Цілком очевидно, що недотримання зазначених умов ставить під сумнів саму доцільність переходу до режиму інфляційного таргетування, а відтак і ефективність монетарного впливу центрального банку на економіку. Так, інфляція в Україні набула загрозливих вимірів і за 2014 р. становила 24,9% приросту споживчих цін, однак уже за станом на квітень 2015 р. за даними НБУ сягнула 60,9% у річному вимірі. Водночас практика переходу до інфляційного таргетування розвинутих країн свідчить, що в більшості випадків такий перехід було здійснено в умовах низьких темпів інфляції.

Щодо стабільності банківської системи країни, то слід нагадати про майже 50 банків, виведених з ринку за період 2014–2015 рр., а також про відплив у 2014 році вкладів із банківських установ у розмірі 126 млрд. грн. Збитки банків у 2014 р. становили 52,9 млрд. грн., а тільки за січень–квітень 2015 р. – вже 82,6 млрд. грн. Валовий внутрішній продукт України знизився за підсумками 2014 р. на 6,8%, тоді як розвинуті країни перейшли до режиму таргетування інфляції переважно у фазі економічного підйому. Дефіцит Зведеного бюджету України у 2014 р. зріс до 72 млрд. грн. по-



рівняно із 63,6 млрд. грн. у 2013 р., що створює постійний попит на позичені ресурси з боку держави на фінансовому ринку, спричиняючи як ефект витіснення, так і додатковий інфляційний тиск на економіку.

Щодо зовнішньоторгового обороту, тобто сукупного обсягу експорту (51,6% від ВВП) й імпорту (55,5% від ВВП), то його сукупна величина, як бачимо, перевищує у 2014 р., як і в попередні періоди, ВВП країни. Крім того, в Україні надзвичайно високий рівень доларизації економіки. Так, у 2014 р. частка депозитів в іноземній валюті становила 45,9% від загального обсягу залучених банками депозитів.

Щодо незалежності центрального банку, то вона характеризується такими негативними тенденціями, як квазіфіскальний дефіцит (виявом чого є спрямування ресурсів на НАК "Нафтогаз України", ФГВФО, рекапіталізацію банків) і фіскальне домінування, що виявлялись через суттєві перерахування НБУ до державного бюджету та монетизацію внутрішнього боргу (у 2014 р. частка ОВДП у портфелі НБУ збільшилась на 171 млрд. грн., або зросла з 58,3 до 69,5% від ОВДП, які знаходяться в обігу [2]).

Як бачимо, умови переходу до режиму інфляційного таргетування в Україні далекі від ідеальних, тобто від тих, які необхідні для ефективної реалізації центральним банком своїх функцій як головного регулятора економічних процесів у монетарній сфері. Цілком очевидно, що проблеми переходу до інфляційного таргетування зумовлені не лише невиконанням важливих макроекономічних передумов для такого кроку центрального банку, а й його відмовою від таргетування іншого важливого параметру економічного розвитку – обмінного курсу національної валюти, тобто її зовнішньої вартості. Потрібно наголосити, що однією із головних проблем переходу до режиму інфляційного таргетування, на

наш погляд, є саме необхідність відступу від таргетування інших економічних показників. Цільові орієнтири інфляції мають домінувати над рештою цілей грошово-кредитної політики і з цієї ж причини спроби підтримки валютної стабільності в країні можуть докорінно суперечити заявленим Національним банком принципам інфляційного таргетування.

Однак практика країн із ринками, що розвиваються, у яких було запроваджено інфляційне таргетування, свідчить про поступову, а не різку відмову від режиму таргетування обмінного курсу, оскільки навіть після переходу до режиму таргетування інфляції динаміка валютного курсу відіграє важливу роль у прийнятті економічних рішень. Значне підвищення волатильності обмінного курсу є небажаними як для грошового, так і для товарного ринків, позаяк зумовлює різкі коливання кон'юнктури, дестабілізуючи макроекономічну ситуацію.

Оптимальним варіантом дій центрального банку під час переходу від режиму таргетування валютного курсу до таргетування інфляції слід було би вважати поступове розширення коридору, в рамках якого відбувається коливання обмінного курсу, за одночасного посилення контролю за рівнем інфляції. Зарубіжний досвід свідчить, що упродовж перехідного періоду для підтримання стабільності національної валюти цілком прийнятним є застосування центральним банком інтервенцій на валютному ринку. Відповідно, в Україні остаточному переходу до використання інфляційного орієнтира як головної цілі грошово-кредитної політики має передувати певний перехідний період, що передбачає створення макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких: макроекономічна і фінансова збалансованість, достатній рівень розвитку ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації централь-

ного банку із суб'єктами господарювання і населенням, а також поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, а не різка відмова центрального банку від підтримки курсової стабільності.

Відсутність цих умов лише посилить існуючі недоліки режиму інфляційного таргетування та зумовить зниження ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України як дієвого інструменту макроекономічного регулювання. Більше того, перехід Національного банку України до таргетування інфляції може значно підвищити рівень ризиків макроекономічної нестабільності, пов'язаних передусім із різкими коливаннями обмінного курсу гривні та зростання впливу зовнішніх шоків на механізм реалізації грошово-кредитної політики.

Потрібно наголосити, що забезпечення валютно-курсОВОЇ стабільності є життєво важливим для української економіки саме з огляду на рівень її відкритості та інтегрованості у зовнішньоекономічне глобальне середовище, значний вплив цін імпортованих товарів на динаміку внутрішньої інфляції, надмірний рівень доларизації економіки і залежності фінансової стабільності банківського сектору і його ресурсної бази від довіри населення до національної валюти, що дуже швидко нівелюється розгортанням панічних настроїв у випадку дестабілізації валютного ринку, як це відбувалось упродовж 2014 р. після початку курсових коливань і різкої девальвації гривні та на початку 2015 р. після демонстративної відмови Національного банку від підтримання валютного курсу.

Однак слід розуміти, що збереження упродовж певного перехідного періоду валютного курсу як номінального якоря монетарного регулювання значно більшою мірою, аніж декларативне проголошення інфляційного таргета, сприяє підтриманню цінової стабільності, оскільки фіксує темп інфляції для товарів та послуг і, таким чи-

ном, сприяє безпосередньому контролю над інфляцією. Це пояснюється високим рівнем інформативності цієї політики для суспільства, особливо для такої доларизованої економіки, як українська, оскільки валютний курс – це той «номінальний якор», за яким порівняно легко спостерігати. Інакше кажучи, таргетування валютного курсу має важливу перевагу щодо простоти і чіткості, що робить цей режим зрозумілим для громадськості, визначаючи високу довіру суб'єктів господарювання до макроекономічних показників.

Небажаність різкої відмови Національного банку України від режиму керованого плавання валютного курсу на користь інфляційного таргетування пов'язана ще також дією інших важливих причин: по-перше, суттєве знецінення гривні дестабілізує макроекономічну ситуацію і банківський сектор країни; по-друге, це не сприяє активізації внутрішнього виробництва і не призводить до підвищення зовнішніх переваг для експортерів; по-третє, відбувається зменшення привабливості активів, номінованих в іноземній валюті, що визначає зростання курсових ризиків для потенційних інвесторів; по-четверте, коливання обмінного курсу негативно позначаються на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції.

Отже, умовою успішного переходу до режиму інфляційного таргетування є, на наш погляд, збереження певного перехідного періоду, протягом якого мало б здійснюватись паралельне таргетування як інфляції, так і обмінного курсу. Запровадження власне таргетування інфляції як режиму монетарної політики, що діє за принципом однієї цілі, слід відкласти на більш віддалену перспективу – до досягнення макроекономічної і фінансової стабілізації, а також збалансованості у зовнішньоекономічній сфері.

Окрім негативних наслідків для економіки валютно-курсОВОЇ нестабільності, про

що йшлося вище, існують важливі фактори, що визначаються особливостями розвитку вітчизняної економіки та є несприятливими для запровадження режиму інфляційного таргетування.

По-перше, якщо вести мову про процентну ставку як головний інструмент грошово-кредитної політики при режимі інфляційного таргетування, то необхідною умовою є висока дієвість процентного каналу трансмісійного механізму. Однак в Україні відсутня статистично підтверджена залежність темпів інфляції від зміни реальних ставок. Принаймні процентний канал монетарної трансмісії суттєво поступається ефективності курсовому каналу. Крім того, збільшення Національним банком України обсягів рефінансування комерційних банків мала своїм наслідком спотворення дії процентного каналу монетарної трансмісії, позаяк кон'юнктура грошового ринку почала складатись виходячи із наслідків прийняття відповідних адміністративних рішень, а не ринкових засад формування попиту і пропозиції на кредитні ресурси. За таких обставин офіційна облікова ставка центрального банку, котра і за нормальних умов економічної діяльності не визначалася значною ефективністю, в період кризових явищ була нівельована як інструмент монетарного регулювання, а відтак її нинішня ефективність як головного монетарного інструменту при режимі інфляційного таргетування є сумнівною.

По-друге, значна роль регульованих державою цін і тарифів, котрі перебувають за межами впливу грошової сфери і Національного банку України у формуванні індексу споживчих цін, робить перехід до повноцінного режиму таргетування інфляції доволі проблематичним. Це ще без урахування вже існуючого недоліку цього режиму навіть у розвинутих економіках, що визначається ефектом асиметрії у змінах рівня цін та відповідних цінових індексів, тобто існування негнучкості цін у бік зниження як явища, за

якого підвищення загального рівня цін відбувається легше і швидше, ніж його зниження. Йдеться не лише про негнучкість заробітної плати, рівень якої контролюється профспілками і становить значну частку загальних видатків підприємств, а й про монопольну владу окремих економічних агентів на певних ринках, що дає їм можливість протидіяти зниженню рівня цін у період спаду попиту. Нееластичність цін у бік зниження визначає нерівноважний стан відповідних ринків, а відтак суттєво обмежує можливості впливу грошово-кредитної політики центрального банку на цінову динаміку загалом.

**Висновки.** Таким чином, інфляційне таргетування відображає головні аспекти неокейнсіанської теорії щодо можливості застосування центральним банком дискретного регулювання з метою забезпечення цінової стабільності за помірною зростання грошової маси в обігу. Однак можливості його практичного застосування у практиці реалізації монетарної політики Національним банком України суттєво обмежені дією ряду об'єктивних чинників і макроекономічних передумов, а результати є важкопрогнозовані через валютно-курсону нестабільність, недовірність процентного каналу монетарної трансмісії та цінову асиметрію. У зв'язку із цим необхідним слід вважати плавну зміну цільових орієнтирів грошово-кредитного регулювання шляхом встановлення певного перехідного періоду, упродовж якого слід використовувати необхідні засоби впливу на динаміку обмінного курсу як ключового параметра стабільності вітчизняної економіки й ефективного функціонування банківського сектору країни.

### Література

1. *Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік // Схвалено рішенням Ради Національного банку України від 11 вересня 2014 р. № 28.*

2. Річний звіт Національного банку України за 2014 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764>

3. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: Международный опыт и российские перспективы / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88–105.

4. Hammond G. (2000). State of the art of inflation targeting / G. Hammond. London: Bank of England, CCBS Handbook, 29.

5. Roger S. (2010). Inflation Targeting Turns 20 / S. Roger // Finance & Development, Vol. 47, No. 1. – P. 46–49.

6. Jahan, S. Inflation Targeting: Holding the Line. [Електронний ресурс] / S. Jahan. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm#author>.

7. Улюкаев А. В. Современная денежно-кредитная политика: Проблемы и перспективы / А. В. Улюкаев. – М. : Изд-во «Дело», АНХ, 2008. – 208 с.

8. Порублева М. А. Таргетирование инфляции в условиях глобализации / М. А. Порублева // Банковское дело. – 2008. – № 6. – С. 28–31.

9. Дзюблук О. В. Валютна політика : підруч. / О. В. Дзюблук. – К. : Знання, 2007. – 422 с.

10. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан і перспективи змін : моногр. / За ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наук. досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

11. Петрик О. Якою має бути стратегічна ціль монетарної політики? / О. Петрик // Вісник Нац. банку України. – 2004. – № 1. – С. 20–23.

12. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост / Дж. Тобин; пер. с англ. – М. : Книжный дом “ЛИБРОКОМ”, 2010. – 272 с.

2. Richnyi zvit Natsionalnoho banku Ukrainy za 2014 rik [The annual report of the National bank of Ukraine of 2014]. Available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=17568764> [in Ukrainian].

3. Moiseev, S. (2000). Inflyatsionnoe targetirovanie: Mezhdunarodnyy opyt i rossiyskie perspektivy [Inflation targeting: International experience and Russian perspectives]. Voprosy ekonomiki – The Questions of Economy, 9, 88–105 [in Russian].

4. Hammond, G. (2000). State of the Art of Inflation Targeting. London: Bank of England, CCBS Handbook, 29.

5. Roger, S. (2010). Inflation Targeting Turns 20. Finance & Development, Vol. 47, 1, 46–49.

6. Jahan, S. Inflation Targeting: Holding the Line. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm#author>.

7. Ulyukaev, A.V. (2008). Sovremennaya denezhno-kreditnaya politika: Problemy i perspektivy [The modern monetary policy: problems and prospects]. Moskow: Delo, ANH [in Russian].

8. Porubleva, M.A. (2008). Targetirovanie inflyatsii v usloviyakh globalizatsii [Targeting of inflation in the conditions of globalization]. Bankovskoe delo – Banking Business, 6, 28-31 [in Russian].

9. Dziubliuk, O.V. (2007). Valiutna polityka [The currency policy]. – Kyiv: Znannia [in Ukrainian].

10. Stelmakha, V.S. (Eds.). (2009). Monetarna polityka Natsionalnoho banku Ukrainy: suchasnyi stan i perspektyvy zmin [Monetary policy of the National bank of Ukraine: modern state and prospects of changes]. Kyiv: Tsentru naukovykh doslidzhen Natsionalnoho banku Ukrainy, UBS NBU [in Ukrainian].

11. Petryk, O. (2004). Yakoiu maie buty stratehichna tsil monetarnoi polityky? [What must be a strategic purpose of monetary policy?]. Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy – Bulletin of the National bank of Ukraine, 1 [in Ukrainian].

12. Tobyn, Dzh. (2010). Denezhnaia polityka y ekonomycheskyi rost [Monetary policy and economy growth]. Moskow: LYBROKOM [in Russian].

## References

1. Osnovni zasady hroshovo-kredytnoi polityky na 2015 rik : skhvaleno rishenniam Rady Natsionalnoho banku Ukrainy 11 ver. 2014 r., № 28 [Basic principles of monetary policy on 2015] [in Ukrainian].