

**ПРОБЛЕМА ВИБОРУ ПРОМІЖНОЇ ЦІЛІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ**

*Проаналізована цільова спрямованість монетарної політики Національного банку України. Досліджено можливість вибору оптимальної моделі монетарного устрою в державі на основі чіткого визначення проміжних цілей грошово-кредитної політики НБУ.*

В сучасних умовах (як у діяльності центральних банків зарубіжних країн, так і у діяльності Національного банку України) ми спостерігаємо відмову центральних банків від монетаристських ідей. Це пов'язано з тим, що такі макроекономічні змінні як рівень інфляції, обсяг ВВП, рівень безробіття не визначаються пропозицією грошей. Зміна маси грошей в обігу несуттєво впливає на ці змінні, тому з аналітики центральних банків розвинутих країн зникли грошові агрегати, а в передавальному механізмі грошово-кредитної політики пропозиція грошей не відіграє незалежного значення.

Це не означає, що інфляційні процеси в державі не залежать від пропозиції грошей. Проте у більшості держав світу уже давно не практикується покриття державних витрат за рахунок прямої емісії грошей центрального банку, тим більше у минулому ті часи, коли відбувалося «грошове накачування» економіки для стимулювання її росту. Для цивілізованих країн практика здійснення прямої емісії для покриття державних витрат може використовуватися лише при надзвичайних обставинах (наприклад, при загрозі національній безпеці країни чи при масштабній фінансовій кризі). У зв'язку з цим сьогодні динаміка цін визначається зміною у пропозиції грошей лише у тих країнах, фінансові системи яких нерозвинені. У розвинених країнах рівень інфляції залежить в основному від немонетарних факторів, основними з яких є валютний курс, надлишок сукупного попиту, зміни в системі оподаткування та ін. [1, с. 103].

Зазначені тенденції у сфері грошово-кредитного регулювання економіки визначають актуальність і необхідність підняття питання про вибір цільової спрямованості монетарної політики Національного банку України, про необхідність НБУ прогнозування окремих макроекономічних показників і зобов'язання банку проводити регулювання грошово-кредитної сфери з метою чіткого дотримання прогнозних значень цих показників.

Дослідженню цільової спрямованості грошово-кредитної політики центрального банку присвячена значна кількість наукових праць, зокрема фундаментальні дослідження класиків (Дж. Кейнс, А. Маршалл, Ф. Модільяні, М. Фрідмен, Ф. Хайек, Й. Шумпетер та інші), праці провідних зарубіжних вчених (Е. Долан, Ф. Мішкін, Дж. Сакс, С. Фішер, М. Бункіна, Л. Красавіна, С. Моїсєєв, В. Усоскін, М. Ямпольський та ін.).

Належне місце в розробці цієї проблематики займають праці українських економістів, до яких належать А. Гальчинський, О. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, В. Лисицький, А. Мороз, М. Савлук, О. Шаров, В. Ющенко та ряд інших. Водночас, незважаючи на значні здобутки в дослідженні проблем грошово-кредитного регулювання економіки, не знайдено єдиного погляду в теорії і практиці щодо визначення цілей грошово-кредитної політики. Власне це і визначає актуальність і практичну цінність дослідження цільової спрямованості Національного банку України в пост стабілізаційний період економіки України.

Метою дослідження є розробка на основі аналізу цілей монетарної політики Національного банку України проміжних цілей грошово-кредитного регулювання як запоруки підвищення дієвості заходів НБУ щодо виконання стратегічних завдань.

Для більшості центральних банків основною метою грошово-кредитної політики є стримання інфляції на низькому і стабільному рівні. Питання економічного зростання і безробіття, звичайно ж, хвилюють центральні банки, проте останні вважають, що найкращий внесок, який вони можуть зробити у довгострокове економічне зростання, – прагнення до стабільності цін.

Як і для більшості центральних банків світу, основною функцією Національного банку України (згідно статті 99 Конституції України) є підтримання стабільності національної валюти та стабільності цін. На виконання цієї функції і була спрямована діяльність Національного банку, яскраво підтверджуючи добре відомі в світі істини – коли працюють інструменти грошово-кредитної політики, то і грошова система функціонує нормально, і вартість національних грошей стабілізується як на внутрішньому ринку через зниження темпів інфляції, так і на зовнішньому – через укріплення її обмінного курсу.

Досвід інших країн з перехідною економікою підтверджує правильність вибору Україною «стабілізаційної» цілі. Світова економічна історія не знає випадків досягнення тривалого економічного росту за відсутності стабільних грошей.

Проте стабільність цін розглядається як стратегічна ціль Національного банку, для ефективної реалізації якої НБУ необхідно розробити систему проміжних цілей з чітким визначенням інструментарію, за допомогою якого досягатиметься виконання основної функції Національного банку.

До проміжних цілей слід віднести пошук балансу чи стримування кон'юнктури на товарних і грошових ринках. Змінюючи рівень процентної ставки та масу грошей в обігу, можна регулювати пропозицію грошей і попит на товари, а через них – рівень цін, обсяги інвестицій, зростання виробництва та зайнятості. Важливість проміжних цілей базується на твердженні, що в дійсності для центрального банку досягнення стратегічних цілей є доволі складним завданням: для передачі імпульсів грошово-кредитної політики до її

кінцевих цілей необхідний тривалий час, що ускладнює виконання оцінки ефективності засобів її реалізації на основі спостережень за кінцевими досягнутими результатами.

Вибір проміжних цілей монетарної політики у значній мірі залежить від поточних макроекономічних та інституційних умов. В економічній літературі виділяють чотири основних типи проміжних цілей монетарної політики [2]:

- 1) таргетування<sup>1</sup> валютного курсу;
- 2) таргетування грошових агрегатів;
- 3) таргетування інфляції;
- 4) грошово-кредитна політика без номінального якоря.

Таргетування валютного курсу застосовувалось центральними банками історично найшвидше. Фактично країни, які дотримувалися золотого стандарту, використовували цей режим у сфері грошово-кредитного регулювання економіки. Суть таргетування валютного курсу означає встановлення фіксованого курсу національної валюти щодо валюти країни з низьким рівнем інфляції, або встановлення «коридору», в межах якого обмінний курс національної валюти може вільно коливатися. Основною метою вибору такої проміжної цілі монетарної політики є зниження рівня інфляції у своїй країні до рівня інфляції в країні валютно-якоря, тобто забезпечення стабільності цін і обмінного курсу національних грошей.

Таргетування валютного курсу має ряд переваг і недоліків як для розвинених країн, так і для країн з перехідними економіками. Небезпека таргетування валютного курсу полягає для економіки держави у тому, що цей режим сприяє розвитку затяжних фінансових криз. Високий рівень доларизації економіки країни, недовіра до органів грошово-кредитного регулювання щодо довгострокового утримання номінального курсу національної валюти суттєво підвищують девальваційні очікування у державі та сприяють спекулятивним атакам на національну валюту. Зосередження центрального банку лише на підтримці обмінного курсу національної валюти іноді призводить до погіршення поточного стану грошово-кредитної політики.

Таргетування грошових агрегатів зазвичай здійснюється країнами, економіки яких є достатньо великими або традиційно замкнутими. Цей режим дозволяє центральному банку повною мірою використовувати можливості щодо проведення грошово-кредитної політики відповідно до внутрішніх потреб економіки. Проте ефективність таргетування грошових агрегатів досягається лише у випадку виконання таких умов: існує стійкий зв'язок між цільовими орієнтирами грошово-кредитної політики і динамікою вибраного грошового агрегату, а також динаміка цього агрегату повністю контролюється центральним банком. Як правило, центральний банк може безпосередньо контролювати вузькі грошові агрегати (M0, M1, грошову базу), тому що динаміка грошової маси (M2, M3) залежить від багатьох суб'єктів господарювання (в першу чергу комерційних банків, які за допомогою кредитного мультиплікатора можуть суттєво вплинути на зміну маси грошей в обігу). Проте зв'язок між змінами реальних макроекономічних змінних і динамікою грошової маси характерний саме для широких грошових агрегатів, тому центральні банки, як правило, таргетують один з широких грошових агрегатів (M2 або M3).

Таргетування грошових агрегатів успішно застосовувалося центральними банками провідних країн у 1970-1980-і рр. Але на початку 1980-х рр. США, Велика Британія і Канада відмовились від таргетування грошових агрегатів, оскільки зв'язок між їх динамікою і зміною макроекономічних показників не був стійким і не забезпечував для цих держав успішного проведення грошово-кредитної політики.

Таргетування інфляції є відносно новим режимом грошово-кредитної політики, що стрімко набуває популярності в світі у зв'язку із зменшенням ефективності таргетування грошових агрегатів чи через невдалий досвід підтримки фіксованого валютного курсу. Вперше таргетування інфляції застосував центральний банк Нової Зеландії у 1990 році. Згодом цей режим застосовували Канада, Велика Британія, Швеція, Австралія, Іспанія та інші країни. Починаючи з 1999 року інфляційне таргетування як проміжну ціль монетарної політики використовує Європейський центральний банк [3, с. 49].

Таргетування інфляції означає вибір певного значення інфляції за цільовий орієнтир і використання операційного інструментарію центрального банку (зазвичай, процентних ставок) для досягнення інфляційної цілі, за яку влада несе відповідальність [4, с. 88-89]. Тобто центральний банк встановлює плановий рівень інфляції та усі свої засоби використовує для дотримання цього показника. При цьому центральний банк не приймає на себе зобов'язань щодо дотримання будь-яких інших цільових орієнтирів.

Перевагою таргетування інфляції є те, що центральний банк має можливість зосередитися на внутрішніх проблемах економіки. Це дозволяє йому більш гнучко реагувати на зміни макроекономічної ситуації, оскільки не встановлюються чіткі співвідношення між динамікою зміни грошової маси і зміною цін. Встановлення конкретних цифрових прогнозних значень індексу споживчих цін підвищує відповідальність центрального банку за свої дії і допомагає вирішити проблему непослідовності у проведенні грошово-кредитної політики.

Проте окремі економісти різко критикують даний режим [5], тому що інфляційні процеси самі по собі не контролюються центральним банком, і у випадку економічних потрясінь немонетарні фактори набувають значної ваги в динаміці інфляції, що призводить до неможливості адекватного реагування на показник інфляції інструментами монетарної політики центрального банку. Цей недолік особливо важливий для країн з перехідними економіками, оскільки після досягнення середніх і низьких темпів інфляції на ціни суттєво впливає обмінний курс, структурні зміни в економіці та інші фактори.

<sup>1</sup> Термін «таргетування» (з англ. *targeting*) означає встановлення цільових орієнтирів чи кількісних параметрів.

Грошово-кредитна політика без номінального якоря по суті означає відмову центрального банку від прийняття на себе будь-яких зобов'язань щодо досягнення конкретних значень окремих макроекономічних показників. Заявляючи про стратегію досягнення довгострокових цілей (підтримка економічного зростання, високої зайнятості, низьких показників інфляції) центральний банк встановлює для себе проміжні орієнтири, які застосовує залежно від зміни економічної ситуації.

Такий режим грошово-кредитної політики успішно використовується в США, проте має багато застережень: відсутність прозорості грошово-кредитної політики, її значна підпорядкованість діям керівництва центрального банку ставить під сумнів можливість використання цього режиму в країнах з перехідними економіками.

На жаль, монетарна влада в Україні на даний час не має чіткої моделі монетарного устрою з адекватним визначенням взаємопов'язаних стратегічних, проміжних і тактичних цілей.

Проблема полягає саме в тому, що фактично в Україні відсутнє чітке визначення проміжної цілі монетарної політики НБУ, юридично це не закріплено в жодному документі чи заяві НБУ. Фактично з 2000 року проміжною ціллю монетарної політики є таргетування валютного курсу, оскільки Національний банк забезпечує стабілізаційну спрямованість валютно-курсової політики в Україні шляхом здійснення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку щодо основної курсоутворюючої валюти в Україні – долара США, а також застосуванням певних обмежень для банків, що унеможлиблює здійснення спекулятивних операцій з валютою.

Проте юридично, згідно Основних засад грошово-кредитної політики, проміжними орієнтирами у вирішенні завдань забезпечення стабільності грошової одиниці є монетарна база і грошова маса [6, с.9], тобто встановлення таргетування грошових агрегатів. При цьому аналіз виконання Національним банком прогнозних показників зміни грошових агрегатів дозволяє стверджувати, що суттєве перевищення зростання маси грошей в обігу в Україні відбувається саме через намагання НБУ підтримати валютний курс гривні. Зростання грошової маси в Україні протягом 1999-2004 рр. відбувається в основному через валютний ринок, оскільки НБУ, викуповуючи значний обсяг іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку<sup>2</sup>, випускає додаткові гроші в обіг і суттєво перевищує, тим самим, прогнозні значення монетарної бази та грошових агрегатів (табл. 1).

Таблиця 1

**Прогнозні та фактичні значення окремих макроекономічних показників [6]\***

Показник	1999		2000		2001		2002		2003		2004 жовтень	
	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт
Індекс споживчих цін, %	–	115,7	–	120,8	112,3	106,1	109,8	99,4	106-107	108,2	105,8-106,3	107,9
Монетарна база (млн. грн.), темпи зростання до попереднього року, %	–	139	–	140	118-119	137	111-113	134	117-120	130	126-132	135
Грошова маса (млн. грн.), темпи зростання до попереднього року, %	–	141	–	145	123-124	142	118-120	142	122-127	147	132-139	130
Обмінний курс гривні до долара США, середній за період (грн. за дол. США)	–	4,13	–	5,44	5,44	5,37	5,38	5,33	5,48	5,32	5,38-5,42	5,31

*Примітка: \*Таблицю складено на основі Основних засад грошово-кредитної політики на 2002-2004 рр. та офіційних даних грошово-банківської статистики НБУ.*

Здійснюючи аналіз Основних засад грошово-кредитної політики на 2005 рік можна констатувати, що в даному документі записані у тому чи іншому вигляді практично усі проміжні цілі монетарної політики, які використовуються центральними банками. Проте зрозуміло, що виконання одних цілей вступає у протиріччя

<sup>2</sup> За період з кінця 2000 по серпень 2004 рр. обсяг валютних резервів НБУ зріс з 1,47 млрд. дол. США до 12,3 млрд. дол. США, тобто через валютний канал НБУ випустив у обіг близько 58 млрд. грн., або понад 90% первинної емісії НБУ за ці роки.

з виконанням інших. Національний банк навіть теоретично не може належним чином виконувати прогностичні значення усіх орієнтирів – індексу споживчих цін, грошової бази, грошової маси, валютного курсу, оскільки зосередження на чіткому дотриманні одного орієнтиру призводить до відхилення у дотриманні прогностичних значень щодо інших показників (див. табл. 1). Недотримання НБУ прогностичних значень зміни основних макроекономічних показників призводить до зниження довіри суспільства до грошово-кредитної політики центрального банку.

Тому на сучасному етапі гостро назріла необхідність чіткого визначення проміжної цілі монетарної політики НБУ, її чітке дотримання. На наш погляд, при виборі проміжної цілі монетарної політики в Україні потрібно враховувати специфіку економіки нашої держави, а також дієвість інструментів грошово-кредитного регулювання НБУ та можливість його ефективного впливу на ті чи інші показники.

Враховуючи світові тенденції у сфері грошово-кредитного регулювання, а саме послаблення зв'язку між зміною маси грошей в обігу і рівнем інфляції, обсягом ВВП, Національному банку доцільно відмовитися від таргетування грошових агрегатів, оскільки досвід України за 2000-2004 рр. свідчить про можливість забезпечення низького рівня інфляції, зростання ВВП в умовах значно випереджаючого зростання маси грошей в обігу (див. табл. 1). Нестабільність попиту на гроші в Україні ускладнює НБУ можливість чітко дотримуватися прогностичних значень зміни грошових агрегатів.

Таргетування валютного курсу фактично здійснюється НБУ протягом чотирьох останніх років і показало свою ефективність. Завдяки підтримці обмінного курсу гривні зросла довіра до Національного банку, що позитивно вплинуло на розвиток економіки. Проте прив'язка до номінального обмінного курсу практично вичерпує свій позитивний стабілізаційний потенціал на економіку, оскільки у 2004 році ми спостерігаємо різке зростання цін у різних галузях економіки. Стабільність обмінного курсу гривні послаблює його здатність виступати інструментом досягнення стабільності цін, процентних ставок тощо.

Даний аналіз підводить нас до висновку про доцільність запровадження таргетування інфляції в Україні, оскільки цей режим дає центральному банку більше можливостей щодо досягнення кінцевої цілі грошово-кредитної політики – стабільності національних грошей у довгостроковому періоді. Таргетування інфляції дозволяє знизити інфляційні очікування суб'єктів господарювання і громадян, підвищити їх довіру до монетарної політики центрального банку держави.

Але вибір таргетування інфляції як проміжної цілі монетарної політики можливий лише за умови, коли вплив політики центрального банку на динаміку цін є істотним. При цьому важливо правильно вибрати показник, що використовуватиметься НБУ як індикатор при проведенні монетарної політики. У більшості країн таким показником служить індекс споживчих цін. Проте в Україні, на наш погляд, використовувати індекс споживчих цін як показник при інфляційному таргетуванні є недоречним, оскільки він не відображає реальну картину зміни цін у державі. Питома вага продуктів харчування у споживчому кошику є надмірною і складає близько 70%. Це не відображає реальних витрат населення, а також не враховує зміну цін по багатьох групах товарів. Тому для Національного банку важливим є розрахунок стабільного індексу цін, що враховував би основні зміни в ціноутворенні, виключаючи сезонні коливання цін. На наш погляд, даний показник НБУ повинен розраховувати на основі індексу споживчих цін, індексу роздрібних цін, індексу цін промисловості, цін у сфері послуг, тобто даний показник повинен достовірно відображати зміни цін в економіці, бути прогнозованим, передбачуваним та зрозумілим суб'єктам господарювання та населенню.

Здоровий стан державних фінансів і макроекономічна стабільність є передумовами запровадження даного режиму. Окрім того, монетарна політика повинна домінувати над фіскальною, а завдання валютно-курсової політики слід підпорядковувати таргетуванню інфляції.

Отже, для поточної ситуації в Україні запровадження таргетування інфляції малоімовірно, оскільки чинники впливу на інфляцію здебільшого мають немонетарний характер. Враховуючи послаблення позитивного ефекту для розвитку економіки від таргетування обмінного курсу гривні щодо долара США, необхідно обмежити втручання НБУ в діяльність валютного ринку, підвищити роль процентних ставок в економіці через розширення обсягу рефінансування банків з метою створення передумов для підвищення дієвості каналів передавального механізму грошово-кредитної політики. Такі заходи дозволять НБУ створити передумови для переходу до таргетування інфляції як єдиної можливої у найближчому майбутньому проміжної цілі грошово-кредитної політики.

### **Література**

1. *Mousses C.P. Взлёт и падение монетаризма // Вопросы экономики. – 2002. – № 9. – С. 92-104.*
2. *Mishkin F. International experiences with different monetary policy regimes // NBER Working paper. – 1999. – № 6965.*
3. *The Monetary Policy of the ECB 2004. –Frankfurt am Main: European Central Bank, 2004. – 126 p.*
4. *Mousses C. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88-105.*
5. *Friedman B, Kuttner K. A price target for U.S. monetary policy? Lessons from the experience with money growth targets // Brooking Papers on Economic Activity. – 1996. – № 1. – pp. 77-125.*
6. *Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік ([www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)).*

[\*\*Повернутися на початок\*\*](#)