

БАНКІВСЬКА СИСТЕМА І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА



АДАМИК
Богдан Петрович,
кандидат економічних наук, доцент

ВИБІР ЦІЛОВОЇ СПРЯМОВАНOSTІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Проаналізована цільова спрямованість монетарної політики Національного банку України на основі поточних тенденцій у сфері грошово-кредитного регулювання економіки провідних країн світу та ефективності досягнення задекларованих цілей їхньої монетарної політики. Досліджена можливість вибору оптимальної моделі монетарного устрою в державі на основі чіткого визначення проміжних цілей грошово-кредитної політики НБУ.

The current tendencies in sphere of monetary regulation of economy in the leading countries of the world and efficiency of achievement the purposes of a monetary policy in these countries is analyzed. The target orientation of monetary policy of National bank of Ukraine is analyzed. The opportunity of optimum model monetary regime in the country is investigated on the basis of precise definition of the intermediate purposes of monetary policy of NBU.

Протягом останніх десятиріч як серед зарубіжних, так і серед вітчизняних науковців немає чіткої однаковості в поглядах на те, який тип грошово-кредитної політики повинна обирати держава для досягнення позитивних макроекономічних показників та цінової стабільності. Науковці не дають чіткої відповіді й на питання, яким чином досягати визначених для монетарної політики центрального банку цілей та завдань.

Класичний і кейнсіанський підходи до макроекономічної політики різні. Загальним методологічним підходом кейнсіанців

є концепція *активної* макроекономічної політики, необхідної для стабілізації внутрішньо нестабільної економіки. У класичній моделі макроекономічна політика завжди *пасивна*, оскільки економіка внутрішньо стабільна, й автоматично приводить до стану довгострокової рівноваги.

Прихильники кейнсіанських поглядів на регулювання економіки вважають за доцільне здійснювати активне державне втручання в ринкову економіку, оскільки, на їх погляд, процеси саморегулювання, властиві ринку, надто тривалі й неефек-

тивні. Прихильники монетаристських ідей вважають навпаки: центральний банк не повинен реагувати незапланованим чином на економічні події в державі. Вони дотримуються думки, що для центрального банку необхідним є розробка правил монетарної політики, тобто стратегії, згідно з якою він може самостійно чи за ініціативою органів влади взяти на себе зобов'язання стосовно дотримання певних макроекономічних показників (наприклад, валютного курсу, рівня інфляції, грошових агрегатів тощо).

На наш погляд, кейнсіанська ідея "ефективного попиту" має певне позитивне значення. Опорою "здорових" економік є мотивація власного споживання. Рівень споживання – один із провідних показників міцної економіки, він дає імпульс поштовху виробництва, відродженню власного товаровиробника, зростанню зайнятості, створює можливості для вирішення соціальних проблем. Однак в Україні, в зв'язку з необхідністю стабілізації економіки держави після затяжної кризи, основою економічних реформ були неокласичні ідеї жорсткої антиінфляційної монетарної політики, "здорових фінансів" і зниження податків з виробника.

В сучасних умовах (як у діяльності центральних банків зарубіжних країн, так і 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 практикують покриття

державних витрат за рахунок прямої емісії грошей центрального банку, тим більше – в минулому ті часи, коли відбувалося "грошове накачування" економіки для стимулювання її зростання. Для цивілізованих країн практика здійснення прямої емісії для покриття державних витрат може використовуватися лише при надзвичайних обставинах (наприклад, при загрозі національній безпеці країни чи масштабній фінансовій кризі). У зв'язку з цим нині динаміка цін визначається зміною у пропозиції грошей лише в тих країнах, фінансові системи яких нерозвинені. У розвинених рівень інфляції залежить в основному від немонетарних чинників, основними з яких є валютний курс, надлишок сукупного попиту, зміни в системі оподаткування та ін. [1, 103].

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

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЦІЛЬОВОЇ СПРЯМОВАНOSTІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

Під монетарною (грошово-кредитною) політикою розуміють комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, які проводить держава через свій центральний банк.

Суть державного регулювання за допомогою грошових інструментів – це кількісна зміна пропозиції вільних грошей та "ціни кредиту" – процента, що визначає попит на позичковий капітал і масштаби приросту вкладів, тобто формування пропозиції кредитних засобів. Іншими

словами, державне регулювання економіки за допомогою грошово-кредитних інструментів є впливом на кількість і ціну (процентну ставку) позичкового капіталу, щоб відповідно до цілей державної економічної політики впливати на попит і механізми використання кредитів у народному господарстві.

Практично всі інструменти монетарної політики справляють опосередкований і загальний вплив на економіку. Розрив у часі між використанням того чи іншого інструмента грошово-кредитної політики та його ефектом доволі тривалий, до того ж, кількісний результат застосування цих інструментів важко піддається попередній оцінці.

В економічній літературі є декілька тлумачень грошово-кредитної політики. Деякі автори відносять до неї будь-які заходи держави стосовно грошової сфери, включаючи й ті, що здійснюються без участі центрального банку. Зокрема, це заходи, спрямовані на зміну рівня оподаткування, структури бюджетних витрат тощо. Проте такий підхід надто широкий і не дає змоги виявити специфіку грошово-кредитної політики й використати властиві їй механізми з найбільшим ефектом.

Наприклад, Закон "Про Національний банк України" подає таке визначення **грошово-кредитної політики**: *це комплекс заходів у сфері грошового обігу і кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення й вирівнювання платіжного балансу.*

Недолік такого розуміння грошово-кредитної політики в тому, що сутність монетарної політики у даному випадку визначається через певні її важливі цілі й завдання, хоча нічого не сказано про можливість їх зміни залежно від обставин.

Наприклад, регулювання економічного зростання нових незалежних держав – таке

завдання трансформувалося, швидше за все, в уповільнення спаду виробництва і створення умов для структурної та інституційної перебудови.

Завдання зі стримання інфляції взагалі є вкрай неконкретним. Низька інфляція протягом тривалого часу (3–5 років) у ліберальній системі господарювання забезпечує включення ринкових механізмів самоорганізації суспільства і блокує повернення до тоталітарної системи. Саме в умовах помірної інфляції зростає життєвий рівень населення.

В умовах розбудови нових незалежних держав забезпечення зайнятості не є обґрунтованим. Розрив колишніх економічних зв'язків, монополізація імпорту, що заповнив внутрішній ринок дешевими якісними товарами, поставили вітчизняного товаровиробника в скрутне становище. Він втратив звичне завантаження, а для налагодження випуску нової, конкурентоспроможної продукції потрібні інвестиції та час.

Завдання щодо вирівнювання платіжного балансу може і не бути вкрай необхідними для держави. Наприклад, тривалий час Японія має "невирівняний" платіжний баланс зі значним позитивним сальдо.

Трапляються і надто вузькі тлумачення грошово-кредитної політики, наприклад, як *сукупності заходів держави щодо забезпечення оптимального валютного курсу*. Відповідно до такого підходу суть грошово-кредитної політики зводиться до одного з можливих варіантів розвитку регулятивного процесу, коли за тактичну мету політики обирають стабілізацію валютного курсу. Всі інші можливі варіанти його розвитку залишаються поза увагою, що істотно збіднює механізм та результативність грошово-кредитної політики.

Найприйнятнішим є визначення, яке відносить до грошово-кредитної політики заходи та дії регулятивного характеру, що здійснюються безпосередньо централь-

ним банком чи за його участю, і реалізуються через грошовий ринок в усіх його різновидах, включаючи валютний. Відповідно до такого підходу грошово-кредитна політика набуває чітких, економічно обумовлених меж та внутрішньо єдиної інституційної основи, тобто охоплює грошовий ринок і банківську систему. В такому трактуванні грошово-кредитна політика виступає як системний, організаційно оформлений регулятивний механізм зі специфічними цілями, інструментами та роллю в економічній системі.

Для з'ясування ролі монетарної політики в ринковій економіці важливе значення має усвідомлення завдань, які ставлять монетарні органи і вирішують монетарними методами. Їх називають **цілями грошово-кредитної політики** і поділяють на три групи: *стратегічні*, *проміжні* й *тактичні*.

На рис. 1 зображена класична схема, у якій, з одного боку, подані інструменти, що знаходяться в розпорядженні центрального банку, з іншого – цілі грошово-кредитної політики, що кваліфікуються залежно від їхньої контрольованості, тобто ступеня впливу на них центрального банку.

Стратегічними цілями монетарної політики центрального банку повинні бути кінцеві цілі економічної політики держави – досягнення такого економічного зростання, при якому забезпечуватиметься висока зайнятість, стабільність цін та обмінного курсу грошової одиниці. Центральний банк повинен сприяти досягненню вказаних цілей, щодо яких у нього не повинно бути розбіжностей з урядом.

Досягти одночасно всіх стратегічних цілей неможливо, оскільки деякі з них суперечливі. Наприклад, для короткотермінового періоду доводиться вибирати між інфляцією та безробіттям: фінансування державою заходів щодо підготовки та перепідготовки кадрів для забезпечення "повної зайнятості" може через дефіцит бюджету зумовити інфляцію (дестабілізувати ціни). Фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок неінфляційних джерел з метою стабілізації цін, відволікаючи гроші з реальної економіки, може призвести до зростання ставок за кредитами комерційних банків. Останнє, погіршуючи умови фінансування товаровиробників, може спричинити спад виробництва, якщо не будуть вжиті інші заходи. І навпаки, високі темпи зростання



Рис. 1. Інструменти та цілі грошово-кредитного регулювання

реальних обсягів виробництва досягалися в умовах незначної інфляції, тобто в умовах формально нестабільних цін.

Протиріччя між стратегічними цілями ставить центральні банки та уряди країн при проведенні грошово-кредитної політики перед проблемою вибору. Залежно від економічної та політичної ситуації в країні, пріоритети можуть надаватися тим чи іншим цілям. Тому, залежно від конкретної економічної ситуації, центральний банк вибирає одну зі стратегічних цілей. Нею, як правило, є стабілізація цін (чи погашення інфляції), оскільки саме вона найбільше відповідає головному призначенню центрального банку – підтримувати стабільність національних грошей. І через розв'язання цього завдання центральний банк сприяє досягненню інших стратегічних цілей.

Проте щоразу виникає проблема узгодження стратегічних цілей монетарної та загальноекономічної політик. Потрібно, щоб у загальноекономічній політиці стабілізація цін була визнана пріоритетною чи важливою, а монетарна – мала орієнтацію на забезпечення економічного зростання. Якщо ж такого збігу немає, то центральному банку доводиться або змінювати свою стратегічну ціль, або відстоювати її ціною загострення відносин зі структурами виконавчої, а то й законодавчої влади.

Стратегічні цілі висувають на довготерміновий період, для їх досягнення центральні банки розробляють проміжні цілі, а інколи – їх систему, щоби крок за кроком досягти головної.

До **проміжних цілей** слід віднести поживлення 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 реально 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 досягнутими результатами.

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

- 1) таргетування¹ валютного курсу;
- 2) таргетування грошових агрегатів;
- 3) таргетування інфляції;
- 4) грошово-кредитна політика без номінального якоря.

Таргетування валютного курсу застосовувалось центральними банками історично найшвидше. Країни, які дотримувалися золотого стандарту, використовували цей режим у сфері грошово-кредитного регулювання економіки. Суть таргетування валютного курсу – 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 валюти-якоря, тобто забезпечення стабільності цін та 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 в тому, що цей режим сприяє розвитку затяжних фінансових криз. Високий рівень доларизації економіки

¹ Термін "таргетування" (з англ. *targeting*) означає встановлення цільових орієнтирів чи кількісних параметрів.

країни, недовіра до органів грошово-кредитного регулювання щодо довгострокового утримання номінального курсу національної валюти суттєво підвищують девальваційні очікування в державі та сприяють спекулятивним атакам на національну валюту. Зосередження зусиль 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 доволі великими або традиційно замкнутими. Цей режим дає змогу 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: стійкий зв'язок між цільовими орієнтирами грошово-кредитної політики і динамікою вибраного грошового агрегату, а також динаміку цього агрегату повністю контролює центральний банк. Як правило, він може безпосередньо контролювати вузькі грошові агрегати (M0, M1, грошову базу), тому що динаміка грошової маси (M2, M3) залежить від багатьох суб'єктів господарювання (насамперед 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 із широких грошових агрегатів (M2 або M3).

Таргетування грошових агрегатів успішно застосовували центральні банки провідних країн у 1970–1980-х рр. Але на початку 1980-х рр. США, Велика Британія і Канада від нього відмовилися, оскільки зв'язок між їхньою динамікою і зміною макроекономічних показників не був

стійким і не забезпечував успішного проведення грошово-кредитної політики.

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

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

Перевага таргетування інфляції в тому, що центральний банк має змогу зосередитися на внутрішніх проблемах економіки. Це дозволяє йому гнучкіше 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 в проведенні грошово-кредитної політики.

Проте окремі економісти різко критикують цей режим [5], тому що інфляційні процеси самі по собі не контролюються центральним банком, й у випадку економічних потрясінь немонетарні чинники

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 із перехідними економіками, оскільки після досягнення середніх і низьких темпів інфляції на ціни суттєво впливає обмінний курс, структурні зміни в економіці та інші чинники.

Грошово-кредитна політика без номінального якоря означає, по суті, 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 використовують у США, проте він має багато застережень: відсутність прозорості грошово-кредитної політики, її значна підпорядкованість діям керівництва центрального банку ставить під сумнів можливість його використання в країнах із перехідними економіками.

Тактичні цілі монетарної політики мають короткостроковий, оперативний характер, і покликані забезпечити досягнення проміжних цілей. Потреба у визначенні тактичних цілей зумовлена тим, що засоби проведення грошово-кредитної політики – операції на відкритому ринку, зміна рівня резервних вимог і облікова політика – в основному не справляють безпосереднього впливу на стратегічні цілі. До того ж, економічні процеси мають зворотну реакцію, яку не завжди вдається точно передбачити. Розробка системи тактичних цілей дає змогу запобігати шокуючим впливам на економіку та значним помилкам у здійсненні грошово-кредитного регулювання.

Враховуючи вибір стратегічних, проміжних і тактичних цілей, центральний банк країни розробляє свою грошово-кредитну політику залежно від економічної та політичної ситуації.

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

Отже, цільовою функцією монетарної політики є забезпечення внутрішньої стабільності грошей. Вона має пріоритетне значення у вирішенні всього комплексу макроекономічних завдань. Загальноекономічна стабільність визначається стабільністю грошового обігу. Щоб функціонувати ефективно, ринкова економіка потребує впевненості в грошовій одиниці, яку використовують у розрахунках. Тому забезпечення керованості емісійними процесами і відповідної стабільності грошового обігу – також безпосередня мета монетарної політики, весь інструментарій якої мусить бути спрямований на досягнення оптимальної рівноваги у співвідношенні між попитом і пропозицією грошей, аби забезпечити стабільність грошового обігу.

Чинним законодавством багатьох країн визначається головне завдання монетарної політики, яку здійснюють центральні банки. Їм надається монопольне право управління грошовим обігом і забезпечення його стабільності. Чітко визначена законом основна спрямованість політики центрального банку, її безпосередня орієнтація на забезпечення внутрішньої стабільності грошей допомагає зміцненню його позицій у разі виникнення непорозумінь або конфліктів із урядом.

**ПРОБЛЕМА ВИБОРУ ЦІЛЬОВОЇ
СПРЯМОВАНOSTІ МОНЕТАРНОЇ
ПОЛІТИКИ НБУ**

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

Досвід інших країн з перехідною економікою підтверджує правильність вибору Україною “стабілізаційної” мети. Світова економічна історія не знає випадків досягнення тривалого економічного зростання за відсутності стабільних грошей.

Проте стабільність цін розглядається як стратегічна мета 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. 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 саме в тому, що в Україні відсутнє чітке визначення проміжної мети монетарної політики НБУ, юридично це не закріплено в жодному документі чи заяві НБУ. Фактично, з 2000 р. проміжною метою монетарної політики є таргетування валютного курсу, оскільки Національний банк забезпечує стабілізаційну спрямованість валютно-курсової політики в Україні шляхом здійснення інтервенцій на між-

банківському валютному ринку щодо основної курсоутворювальної валюти в Україні – долара США, а також застосуванням певних обмежень для банків, що унеможливорює здійснення спекулятивних операцій з валютою.

Проте юридично, згідно з Основними засадами грошово-кредитної політики, проміжними орієнтирами у вирішенні завдань забезпечення стабільності грошової одиниці є монетарна база і грошова маса [6, 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 переважно через валютний ринок, оскільки НБУ, викуповуючи значний обсяг іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку², випускає в обіг додаткові гроші й тим самим суттєво перевищує прогнозні значення монетарної бази та грошових агрегатів (табл.1).

Здійснюючи аналіз Основних засад грошово-кредитної політики на 2005 р., можна констатувати, що в цьому документі подані в тому чи іншому вигляді практично всі проміжні цілі монетарної політики, які використовують центральні банки. Проте зрозуміло, що виконання одних цілей вступає у протиріччя з виконанням інших. Національний банк навіть теоретично не може належним чином виконувати прогнозні значення усіх орієнтирів – індексу споживчих цін,

² З кінця 2000 до серпня 2004 р. обсяг валютних резервів НБУ зріс з 1,47 млрд. дол. США до 12,3 млрд. дол. США, тобто через валютний канал НБУ випустив в обіг близько 58 млрд. грн., або понад 90% первинної емісії НБУ за ці роки.

Таблиця 1

Прогнозні та фактичні значення окремих макроекономічних показників³

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

грошової бази, грошової маси, валютного курсу, оскільки зосередження на чіткому дотриманні одного орієнтира призводить до відхилення в дотриманні прогнозних значень щодо інших показників (див. табл. 1). Недотримання НБУ прогнозних значень зміни основних макроекономічних показників спричиняє зниження довіри суспільства до грошово-кредитної політики центрального банку.

Тому на сучасному етапі назріла гостра потреба чіткого визначення проміжної цілі монетарної політики НБУ та її чіткого дотримання. На наш погляд, при її виборі 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 та рівнем інфляції, обсягом ВВП, Національному банку доцільно відмовитися від таргетування грошових агрегатів, оскільки досвід України 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 прагнення НБУ чітко дотримуватися прогнозних значень зміни грошових агрегатів.

Таргетування валютного курсу фактично здійснюється НБУ протягом останніх чотирьох 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 в 2004 р. ми спостерігаємо стрімке зростання цін у різних

³ Таблицю складено на основі Основних засад грошово-кредитної політики на 2002–2004 рр. та офіційних даних грошово-банківської статистики НБУ.

галузях економіки. Стабільність обмінного курсу гривні послаблює його здатність бути інструментом досягнення стабільності цін, процентних ставок тощо.

Такий аналіз дає підстави зробити висновок про доцільність запровадження таргетування інфляції в Україні, оскільки цей режим забезпечує центральному банкові більше можливостей щодо досягнення кінцевої мети грошово-кредитної політики – стабільності національних грошей у довгостроковому періоді. Таргетування інфляції дає змогу знизити інфляційні очікування суб'єктів господарювання й громадян, підвищити довіру до монетарної політики центрального банку держави.

Однак 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 використовуватиме НБУ як індикатор при проведенні монетарної політики. У більшості країн ним є індекс споживчих цін. Проте в Україні, на наш погляд, використовувати його як показник при інфляційному таргетуванні недоречно, оскільки він не відображає реальну картину зміни цін у державі. Питома вага продуктів харчування в споживчому кошику є надмірною і становить близько 70%. Це не відображає реальних витрат населення, а також не враховує зміну цін за багатьма групами 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, цей показник НБУ повинен розраховуватися 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 і зрозумілим суб'єктам господарювання та населенню.

Здоровий стан державних фінансів і

макроекономічна стабільність є передумовами запровадження такого режиму. Окрім цього, 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 мають здебільшого 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. *Моисеев С. П. 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. *Моисеев С. 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).*