

**Кузнєцова А. Я.**

*д.е.н., професор,*

*проректор ДВНЗ «Університет банківської справи»*

*e-mail:angel@ubs.edu.ua*

**Клішук О. В.**

*аспірант ДВНЗ «Університет банківської справи»*

*e-mail:oklischuk@gmail.com*

## **ТЕОРЕТИЧНА КОНЦЕПЦІЯ ТАРГЕТУВАННЯ ЦІНОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ : РЕВІЗІЯ ЗАСАДНИЧИХ ПРИНЦИПІВ ПРОВАДЖЕННЯ МОНЕТАРНОГО РЕЖИМУ**

**Анотація.** Питання обрання сприятливого режиму таргетування внутрішньої та зовнішньої стабільності національної грошової одиниці для малої відкритої економіки стає дедалі більш актуальнішим. З огляду на меншу лагову віддачу режиму інфляційного таргетування, режим цілепокладання щодо підтримки стабільності всіх цін в національній економічній системі стане оптимальною альтернативою у сфері монетарного регулювання для даного типу економічних систем. У дослідженні будуть розглянуті основні підходи до визначення режиму таргетування цінової стабільності та визначені суперечності у принципах його реалізації. Також буде сформовано єдиний підхід до визначення сутності таргетування цінової стабільності.

**Ключові слова:** мала відкрита економіка, режим таргетування цінової стабільності, експліцитне правило, незалежність центрального банку, транспарентність.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 0; бібл.: 16

**Kuznyetsova A. Ya.**

*Doctor of Science in Economics, professor*

*of Banking University (Kyiv), Ukraine;*

*e-mail:angel@ubs.edu.ua*

**Klishchuk O. V.**

*Ph.D. student of Banking University (Kyiv), Ukraine;*

*e-mail:oklischuk@gmail.com*

## **THEORETICAL CONCEPTION OF PRICE STABILITY TARGETING ARRANGEMENT: INVESTIGATION OF BASIC PRINCIPLES OF IMPLEMENTATION MONETARY REGIME**

**Abstract.** The issue of choosing appropriate regime of targeting of internal and external national currency unit's stability for small open economy becomes more and more challenging. Due to less lag effect of inflation targeting for such type of economy as Ukrainian small open economy system the targeting of price stability would be most optimal alternative in monetary regulation area. Furthermore, it's been considered that pure persuading of strict inflation targeting rule causes higher volatility of foreign exchange rate, than under flexible regime like the agreement, which will be outlined in the work. Foreign exchange targeting evokes additional costs in conducting open market operations and monetary aggregates targeting is not robust in tackling inflation. Therefore, price stability targeting regime will support in committing of all these goals. Next part of paper will be prearranged in such manner: in discussion section authors will provide comparisons of views on problem of switching between rule and discretion, necessity of central bank independence and what is conceptually underlined basis of price stability – the rule or arrangement.

In research, it will be discussed main approaches to giving definition of price stability targeting regime and will be determined principal basics of its realization. Also, authors will give a unifying approach to determining the essence of price stability targeting.

**Keywords:** small open economy, targeting of price stability, explicit rule, central bank's independence, transparency.

**JEL Classification:** E42, E51, E52, E58

Formulas: 0; fig.: 0; tabl.: 0; bibl.: 16

*Кузнецова А. Я.*  
*д.э.н., профессор,*  
*проректор ДВНЗ ГВУЗ «Университет банковского дела»*  
*e-mail:angel@ubs.edu.ua*

*Клишук О. В.*  
*аспирант ГВУЗ «Университет банковского дела»*  
*e-mail:oklischyk@gmail.com*

## **ТЕОРЕТИЧЕСКАЯ КОНЦЕПЦИЯ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ: РЕВИЗИЯ ОСНОВОПОЛАГАЮЩИХ ПРИНЦИПОВ ВНЕДРЕНИЯ МОНЕТАРНОГО РЕЖИМА**

**Аннотация.** Вопрос выбора режима таргетирования, способствующего внутренней и внешней ценовой стабильности национальной денежной единицы для малой открытой экономики становится все более актуальным. З позицией меньшей лаговой отдачи режима инфляционного таргетирования, режим постановки цели на поддержание стабильность всех цен в национальной экономической системе станет оптимальной альтернативой в сфере монетарного регулирования для данного типа экономических систем. В исследовании будут рассмотрены основные подходы к определению режима таргетирования ценовой стабильности и определены противоречия в принципах его реализации. Также будет сформулировано единственный подход к определению сущности таргетирования ценовой стабильности.

**Ключевые слова:** малая открытая экономика, режим таргетирования ценовой стабильности, эксплицитное правило, независимость центрального банка, транспарентность.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 0; библи.: 16

**Вступ.** Монетарна політика в Україні сьогодні повинна укріпити свою роль у формуванні позитивного економічного циклу, стабільної та низької інфляції, стабільного валютного курсу, зростаючого тренду зайнятості та сприяння розширенню платоспроможного попиту, оскільки будь-яка економічна політика направлена саме на максимізацію функції добробуту нації у кінцевому випадку. Мусимо підкреслити, що саме пріоритетом низького рівня інфляції є наступна мотивація, яка полягає в тому, що явище дезінфляції провокує ті ж самі макроекономічні виклики, що і високі темпи зростання цін. Також в умовах розпочатої трансформації фінансової системи України дедалі більш гострішим стає питання розробки засад нового монетарного режиму, який допоможе у ефективному досягненні вище перелічених завдань.

Більшість транзитивних економік рухалися у напрямі від регуляції валютного курсу до грошових агрегатів, і в кінцевому етапі розвитку власного монетарного механізму намагалися імплементувати режим жорсткого таргетування інфляції. Але даний режим спричинював зростання волатильності на фінансовому ринку та підриву фінансової стійкості депозитних корпорацій через відпуск курсу національної грошової одиниці у вільне плавання.

Тому найкращим режимом є той, який сприяє стабільності внутрішніх цін, встановленню рівноважного реального валютного курсу та стійких неінфляційних темпів зростання грошової маси, про що йтиметься у даній статті.

### **Аналіз досліджень та постановка завдання.**

Відповідно до С. Айгарі, В. Гаспара, М. Кінга, Л. Свенссона, Ф. Сметса, В. Хоскінса, Дж. Кенні, Д. МакГеттігана, Л. Саммерса, Л. Уоллеса, С. Фішера під ціновою стабільністю розуміються такі темпи зміни загального рівня цін у середньостроковому періоді, які дають можливість економічним суб'єктам проводити передбачувану та ефективну господарську діяльність. При цьому Шаринська О., підтримуючи панівне уявлення щодо даної дефініції, підкреслює, що в умовах відкритості економіки до поняття «стабільність національної грошової одиниці» доцільно включати стабільність валютного курсу та цінову стабільність [1, с. 116–117].

Мишкін Ф. визначає «стабільність грошової одиниці» включає стабільність

купівельної спроможності грошей, цін, валютних курсів і процентних ставок [2, с. 658]. Тому на нашу думку концепція цінової стабільності мусить містити в собі стабільні темпи приросту рівноважного реального валютного курсу та монетарної бази, що сприятимуть помірним темпам зміни загального рівня цін у середньостроковому періоді, що дасть можливість економічним агентам проводити раціональну поведінку на грошово–кредитному ринку. Тобто режим цінової стабільності це синтез гнучкого таргетування інфляції, реального валютного курсу та грошової бази.

*Гнучке інфляційне таргетування* застосовується, здебільшого, в країнах з перехідною економікою. Специфічними рисами є низький рівень довіри до дій центрального банку з усвідомленням потреби боротьби з інфляцією, а також проблематичність введення цільових показників інфляції, оскільки економіка таких країн дуже вразлива до циклічних фінансових шоків [2, с. 51–52]. За даного режиму валютний курс коливається у межах коридору чи інтервалу, який підтримується операціями на відкритому ринку. Це пов'язують також і з тим, що країни зі слабкими валютами намагаються керувати процесом курсоутворення і дане явище отримало назву «страху вільного плавання». Леві–Єяті Е. та Штурзенегер Ф. (2007) підкреслюють, що як емерджентні економіки остерігаються несподіваної девальвації курсу, так і великі побоювання викликають очікування ревальвації, внаслідок поліпшення поточного рахунку зовнішніх операцій, що позбавляє конкурентної переваги вітчизняні товари і послуги перед імпортом [3].

Також Барганза Хуан Карлос та Брото Кармен дослідили, наскільки повне впровадження жорсткого режиму інфляційного таргетування для країн Центрально Східної Європи у процесі транзитивних змін впливає на зростання цінової нестабільності [4]. Також Беніньо Ж. та інші (2017) підкреслюють, що чергування інструментів жорсткої та гнучкої регуляції руху капіталу у вигляді податку або субсидії на капітал в період кризи та відносної стабільності підвищують добробут економічних агентів та підтримують перзистентність реального валютного курсу [5, с. 26–27]. Також, на нашу думку, режим жорсткого інфляційного таргетування зазнає невдач у транзитивних емерджентних економіках через низький рівень довіри економічних агентів до політики регулятора та дискоординаності цілей монетарної та фінансової політики.

Тому регуляція валютного курсу зі збереженням свободи руху капіталу в іноземній валюті важливі для досягнення системи цілей режиму таргетування цінової стабільності. Здебільшого більшість вчених знайшли однаковість у визначенні поняття валютного таргетування, але існують і певні відмінності. Зарубіжна економічна думка під валютним таргетуванням вважає політичну концепцію, за якої ставиться пріоритет підтриманню відповідного рівня чи таргету щодо валютного курсу за допомогою проведення інтервенцій на відкритому ринку, шляхом купівлі та продажу іноземної валюти за встановленою ціною з метою підтримки курсу на оголошеному рівні чи в межах коридору, що не суперечать цілям монетарної політики.

Вітчизняні вчені визначають режим валютного таргетування як номінальний якір досягнення експліцитного правила регулювання інфляції. Зокрема, Гриценко А., Петрик О. та Кричевська Т. (2008) визначають таргетування обмінного курсу як монетарний режим, який сприяє вирівнюванню ціни на глобальні товари, що утворює номінальний якір для всієї економіки [6, с. 13].

Слід зазначити, що існує явний діалектичний зв'язок, за якого курс прив'язаний до валюти країни з низькою та стабільною інфляцією як де–юре, так і де–факто та послуговується вищим кредитом довіри всіх макроекономічних агентів, тоді такий монетарний устрій має знижувати негативні інфляційні очікування.

І ще одна перевага даного режиму зазначена авторами концепції управління цінової стабільністю (Гриценко А., Петрик О., Кричевська Т.) полягає в тому, що перевагами такого даного підходу полягає в тому, що обмінний курс у ролі номінального якоря є індикатором, за яким легко спостерігати і який сприймається громадськістю як правило монетарної політики [6, с. 13].

Але існують і серйозні недоліки та побоювання стосовно повної імплементації режиму валютного таргетування. Недоліками номінального цілепокладання валютного курсу у монетарному правилі є:

– у випадку відкритості фінансового рахунку платіжного балансу, і при цьому ми маємо на увазі, що регулятор неспроможний (non-committed) повністю охопити контролем всі потоки в капіталу, країна із жорсткою прив'язкою до номінального якоря характеризується не самостійною монетарною політикою, а тому регулятор втрачає інструменти впливу на макроекономічні шоки як зовнішнього, так і внутрішнього характеру, що чинять тиск на сукупну функцію попиту,

– під впливом глобалізації фінансового ринку все більше зростання мобільності капіталу створює підґрунтя для спекулятивних атак, що спричинюють нові кризові явища в економіці. Кейнсіанці пропонують проводити політику «дорогих грошей», яка у довгостроковому горизонті посилить депреціацію національної грошової одиниці. Монетаристи зазначають, що особливо небезпечним курсове таргетування може бути для країн із великим рівнем доларизації та зі значним рівнем боргового навантаження, і в час наближення строку погашення по зовнішнім кредитним траншам монетарна – влада змушена буде девальвувати валютний курс. Висока частка пасивів, деномінованих у іноземній валюті, а також суттєві валютні дисбаланси суб'єктів економіки стають каталізаторами фінансової кризи, що є головною вадою режиму валютного таргетування у довгостроковому періоді.

– закономірно, що за фіксації курсу та відносно вільного руху капітального рахунку платіжного балансу провокує експансію комерційних кредитів та приплив короткострокового капіталу в умовах значної різниці у внутрішніх та зовнішніх процентних ставках. Це також є великою загрозою стійкості фінансової системи, проте не слід ототожнювати режим фіксації курсу з режимом досягнення цільового рівня курсу.

Проаналізувавши ці екстерналії, стає очевидним, що ефективнішим є режим таргетування реального валютного курсу, який за визначенням Іцхокі О. та Мухіна Д. (2017) є відносним показником схильності домогосподарств більше споживати вітчизняні товари та послуги порівняно до іноземних, і тому поєднує в собі інструмент управління сукупним попитом та імпортованою інфляцією, і, звісно, важіль ефективної конкуренції на глобальних ринках [7, с. 19]. Звідси валютне таргетування – це насамперед концептуальна система монетарного устрою, якій характерне публічне оголошення офіційної кількісної мети щодо реального валютного курсу, який є номінальним якорем, на короткострокову перспективу і з чітким усвідомленням основного зобов'язання монетарної влади досягнення стабільного рівня інфляції у довгостроковому періоді, що є кінцевою метою монетарної політики.

І насамкінець, третя ціль забезпечення цінової стабільності є *таргетування грошових агрегатів* – монетарна стратегія, за якої регулятор, використовуючи свої інструменти грошово-кредитного регулювання, прагне досягнути встановлених таргетів неінфляційного рівня зростання грошових агрегатів (M1, M2, M3 та для деяких країн L), і таргет агрегованого значення грошової маси стає номінальним якорем, або проміжною ціллю грошово-кредитної політики. Центральний банк, використовуючи таку стратегію, має на меті досягнути стабільності валютного курсу на внутрішньому ринку.

Таргетування рівня грошової пропозиції у довгостроковому горизонті усуває дилему досягнення стабільності цін та зростання зайнятості (крива Філіпса уданому випадку згладжується і субституція цілей прямує до нуля (згідно Андерсона Л. та Карлсона К., (1970) [8]), що взаємодоповнює попередні таргети стабільності внутрішніх та зовнішніх цін. Також даний режим володіє рядом переваг:

- незалежність регулятора у формуванні монетарної цілі та інструментів її досягнення,
- прогнозованість та прозорість дій центрального банку,
- вирішення проблеми неузгодженості політики регулятора у часі,
- гнучкість у керуванні компонентами грошових агрегатів,
- загалом легкість формування монетарного правила та зрозуміла широкій громадськості інформація звітів центрального банку про виконання цілей монетарної політики.

Але ряд країн, зокрема Англія (1979), США (1981), Канада, Франція, Італія, Швейцарія (1990), Японія (2001) змушені були відмовитися від даного монетарного режиму через нові проблеми, що виникають при реалізації грошово-кредитної регуляції:

– через пришвидшення швидкості руху грошей в економіках зменшився емпіричний зв'язок між приростом агрегатів та інфляцією,

– слабка керованість центральним банком «широкими» грошима через агрегати М2 та М3,

– частий перегляд цільових орієнтирів приросту грошових агрегатів відповідно до швидкої зміни економічної ситуації, що суперечить апріорним знанням стосовно взаємозв'язку грошової маси та норми дисконтованого проценту у довгостроковому періоді (Фрідман М. та Шварц А.(1963)[9]). В цьому і полягав провал політики Банку Англії у 1979 році, коли регулятор декілька разів змінював цільовий орієнтир і зберігаючи при цьому контроль над адміністративними цінами.

Проте визначення цільового рівня монетарних агрегатів зовсім не зникла з практики центральних банків. Нині грошові агрегати розглядаються як загальна інформація про розвиток детермінант попиту на гроші і є додатковою інформацією про майбутню зміну цін, що доповнюють аналіз інших макроекономічних змінних монетарної трансмісії. Тому слід погодитися, що грошові агрегати це важливий інформаційний компонент монетарної політики. І слабкий зв'язок кількості грошей з макрозмінними, спровокований наявністю порушення правила цінових та процентних паритетів, описаних Рогофом К. (1996) [10, с. 650], Стокманом А. та Тезаром Л. (1995) [11, с.169], можна усунути врахувавши інші ендogenous фактори при моделюванні монетарної політики, такі як шок кредитування та попиту на фінансові активи.

Тому триєдиність цілей, втілена у режимі цінової стабільності є найадекватним режимом для малої транзитивної економіки, відкритої для вільного руху фінансового капіталу, оскільки враховує наявні вузькі місця за кожним режимом та компенсує їх сильними сторонами інших двох режимів.

Провівши аналіз вищенаведених визначень стає очевидним наростаюча не однаковість різних наукових шкіл у таких питаннях як: 1) чи потрібно встановлювати експліцитне правило таргетування інфляції, реального валютного курсу та грошової маси чи встановлювати його дискреційно; 2) доцільність цільової незалежності центрального банку; 3) як краще охарактеризувати режим таргетування цінової стабільності як правило чи устрій.

**Мета статті** полягає в формуванні теоретико–методологічних засад концепції режиму таргетування цінової стабільності в залежності від завдань, які ставить регулятор при реалізації поставленого монетарного мандату та типу економічної системи.

#### **Результати дослідження.**

Перше, що слід встановити, це є доцільність встановлення правила чи дискреції. Щоб з'ясувати, що є більш притаманним оптимальній монетарній політиці дискреція чи правило слід звернутися до дослідження вчених Чіокки П. (2016), Ерсега (2000) та Свенсона К.(2011). Як вже зазначалося вище, теоретична концепція валютного таргетування розглядалася як жорстке правило монетарної політики з явною ціллю, яка має бути досягнута у середньостроковому періоді. Але на сьогодні монетарна політика повинна адаптуватись відповідно до змін макроекономічного середовища з метою зменшення рівня негативних очікувань економічних суб'єктів та збереження цінової стабільності в економіці. Звідси постає потреба у розробці гнучкої моделі монетарної регуляції, яка передбачає перехід від жорсткого правила до дискреції.

Особливістю дискреційної політики монетарної влади є високий рівень незалежності центрального банку та гнучкість при прийнятті рішення про корекцію цілі навіть за режиму валютного таргетування. Але що маєтись на увазі під незалежним центральним банком та дискреційною монетарною політикою. Згідно з Чіоккою незалежність та дискреція походять від гнучкого типу введення монетарної політики регулятором [12, с. 21]. Проте гнучкий стиль монетарної регуляції не є довготривалим і вирішує лише проміжну задачу в ієрархії цілей грошово–кредитної стратегії. А це в свою чергу суперечить висловленій тезі Соєрса Р. (1957) про те, що “регуляцію центральний банк повинен проводити дискреційно ” [12, с.21–22].

Правило монетарної політики у вузькому сенсі можна визначити як фіксований критерій, що забезпечується проведенням дій з операційного та стратегічного втручання на грошовому ринку. У більш ширшому сенсі монетарне правило це закон зміни контрольованих макроекономічних та монетарних змінних, який досягається прямими інструментами впливу регулятора.

Центральний банк як регулятор відповідає за встановлення гнучких критеріїв або таргетів, що мають змінюватися, чи то пак варіюватися в залежності від макроекономічного циклу, що сприяє підтриманню цінової стабільності та стійкості фінансової системи. Цей загальний підхід визначення головної функції регулятора є домінуючим серед всіх світових регуляторів. Зрозуміло, що жорстке правило у цьому разі є небажаним, оскільки оголошення довгострокових таргетів щодо підтримки стабільного рівня валютного курсу є неефективною і може спричинити брак ліквідності та швидке виснаження міжнародних резервів. “Операції на валютному чи фондовому ринку, надання кредитів рефінансування не матимуть необхідного ефекту за заздалегідь означеними некоректними параметрами сьогодні” [12, с. 21]. До того ж оголосивши всі таргети на довгостроковий термін спричинить перегляд економічними агентами своїх очікувань стосовно дій регулятора, що призведе до отримання результатів, що суперечить головній меті регулятора, що знову ж таки змушує його скоректувати головні параметри монетарної стратегії.

Протягом двох століть економісти сперечалися відносно того, де це можливо чи бажано використовувати монетарне правило в якості рекомендацій, більше орієнтуючись на стан грошово-кредитного ринку, окремо від виконання актів, що несуть директивний характер. За класичною політекономією Давіда Рікардо та неокласичною парадигмою Мілтона Фрідмана – якщо у ринковій економіці присутній експліцитний якір, то вона є відносно стійкою. Відсутність знань щодо провадження в життя кожної окремої з стратегій на відповідному етапі економічного циклу, лагів адаптації функції реакції та наявність похибки прогнозування вимагають встановлення довгострокового правила умов реалізації операційних функцій регулятора. Проте Фрідмен зазначає наступне: “Центральне питання це не моделювання високо чутливих інструментів впливу монетарної політики, що довготривалий термін знешкоджують нестабільність, породженої іншими факторами, а скоріше перешкодити від ... встановлення монетарної стратегії, що стане головним джерелом нестабільності” [12, с.23].

Інша популярна концепція висунута групою вчених Торнтоном Г., Бейгхотом В., Кейнсом М. та Мінські Г. (відома як модель ТБКМ), яка проголошує, що нестабільність може бути подолана лише змінюючи монетарну політику відповідно до зміни цілей регулятора у кожній окремій ситуації [12, с. 25]. Дана концепція була переважною серед центральних банків до 70-х років минулого століття, але вона поставила наступне питання: як без конфлікту з державною владою збільшити незалежність та прозорість центрального банку, особливо у країнах, де на 100% регулятор належить державі.

Також ведеться дискусія і про рівень прозорості та необхідність підзвітності монетарної влади під час впровадження режиму таргетування цінової стабільності.

Сучасна концепція прозорості монетарної влади базується на теоретичних засадах гіпотези раціональних очікувань, розроблена професором Чиказького університету, Робертом Лукасом. В його статті «Економетрична оцінка політики: критика» можна знайти класично визнане твердження про те, що очікування економічних агентів спираються на знання про можливі дії регулятора [13, с. 20–25]. Теорія стверджує, що агенти можуть передбачити наступні кроки у напрямі реалізації грошово-кредитної політики і приймати відповідні заходи у відповідь, тому дії регулятора втрачуть закладений очікуваний результат впливу на економіку. Тому професор Університету Карнегі-Меллона, Кідленд та професор Університету Аризони та радник голови Федерального резервного банку Мінеаполісу, Прескотт, врахувавши положення теоретичної концепції раціональних очікувань, створили модель випереджаючої поведінки (*forward-looking behavior model*). Вчені довели, що монетарна політика постійно реагуюча на поточну ситуацію, в кінцевому рахунку призводить до провалу монетарної політики регулятора, аніж якби останній притримувався одноразово встановленого правила реалізації політики.

Тому регулятор, що відповідає за проведення грошово-кредитної політики, повинен мати репутацію прихильника підтримки низького рівня інфляції та бути незалежним від політичної кон'юнктури.

Звідси ми переходимо до останнього невирішеного питання, чи слід зберігати монетарною владою незалежність від уряду, чи навпаки політика регулятора має бути

прив'язана до цілей державної економічної політики. Незалежність центрального банку є виправданою лише за умови, якщо заходи регулятора сприяють виконанню головного мандату діяльності по підтримці цінової стабільності за оптимального використання монетарних інструментів, адекватних поточним умовам, що диктуються макроекономічним середовищем. Концепція незалежного Центрального банку має під собою як теоретичну, так і емпіричну основу. Практичним базисом може стати позитивний багаторічний досвід Бундесбанку, який протягом тривалого періоду часу зміг підтримувати стабільну низьку інфляцію за широкої правової незалежності регулятора.

Теоретичний базис концепції лежить у полі вирішення проблеми часової неузгодженості політики регулятора (*time-inconsistency policy*). Базується дана теорія на тому, що регулятор повинен приймати рішення, вільні від політичного тиску для отримання короткострокових політичних дивідендів, які не призводять до неминучих інфляційних наслідків. Тобто непослідовність політики регулятора усувається за умови, якщо частково позбавити монетарну владу дискреційних повноважень, окрім випадків підвищеної макроекономічної невизначеності, і встановити йому чітко сформульоване і визначене правило економічної політики.

Отже, таргетування цінової стабільності це концептуальна основа монетарного регулювання, яка встановлює правило досягнення операційної експліцитної цілі щодо рівня внутрішніх цін, реального валютного курсу та грошової пропозиції (і її складових) у довгостроковому часовому горизонті з зазначенням випадків застосування дискреції на певних етапах макроекономічного циклу та постійним інформуванням громадськості про наміри регулятора. Також високий рівень стратегічної та операційної незалежності регулятора є основною умовою успішності досягнення операційної цілі.

Можна сформулювати наступні засадничі принципи реалізації нового режиму таргетування цінової стабільності:

1. *Наявність чіткого і зрозумілого всім агентам вимірного монетарного правила.* Враховуючи тенденції останніх досліджень, майбутня форма монетарної політики буде нести форму правила, і яке буде узгоджуватися з монетарним правилом, прийнятим центральними банками інших країн. Професор Стенфордського університету Джон Тейлор стверджує, що покращення макроекономічної ситуації впродовж періоду з 1980–1990–ті роки пов'язана саме з формою проведення монетарної політики центральних банків, яка визначалась простим апріорним правилом. Але на сьогодні є значним розрив між результатами фактично проведеної монетарної політики та на базі монетарного правила світовими регуляторами, що є коренем зростання нестабільності всередині світової монетарної системи [15, с. 273]. За прогнозами професора кожен центральний банк буде формувати монетарне правило, яке у конкуренції з іншими правилами світових регуляторів буде досягати максимального добробуту у нововстановленій рівновазі Неша. І Федеральна резервна система США як регулятор найбільш впливової світової економіки повинна першою повернутися до процесу встановлення монетарної політики на базі правила.

2. *Встановлення випадків застосування дискреційних заходів центральним банком.* У довгостроковій перспективі купівельна спроможність грошей у всіх країнах з різною структурою національної економіки має тенденцію до зниження, а, в той же час, валютні курси та процентні ставки є дуже волатильними. При чому волатильний курс та внутрішній рівень інфляції характеризуються нестаціонарністю тренду та низькою кореляцією розмірів їхніх коливань, викликаних фундаментальними макроекономічними причинами, що ускладнює процес регулювання стабільності цін. Тому у розпорядженні регулятора повинна бути свобода зміни обраного довгострокового курсу політики. Для цього слід зазначити у законодавчому полі випадки дискреційної свободи дій регулятора.

3. *Політична незалежність та транспарентність діяльності регулятора щодо формування та реалізації монетарної політики.* У випадку порушення принципу політичної незалежності, рідше операційної, виникає явище домінування бюджетно-фіскальної політики над монетарною [16, с. 82]. Тобто ризик прийняття популістських рішень з підтримки необґрунтованого орієнтування обмінного курсу, здебільшого це єдиний показник, що знаходиться у центрі уваги суспільства, підриває цінову стабільність загалом, хоча і приносить ефект стійкості цін у короткостроковому періоді.

Однак повністю центральний банк бути незалежним від фінансової влади не може через ряд об'єктивних причин. Перш за все, це є зростаючий рівень бюджетного дефіциту: для транзитивних економік чим він вищий, тим меншою незалежністю володіє регулятор. По-друге, участь центрального банку у процесі опосередкованого обслуговування зовнішнього боргу держави шляхом накопичення міжнародних резервів та валютної емісії через проведення інтервенцій.

Про повну автономність ми можемо говорити лише у випадку розробки та реалізації монетарної політики регулятором у напрямку досягнення цінової стабільності, регуляції грошово-кредитного ринку і в системі монетарного регулювання економіки загалом.

В Україні домінантність цілей бюджетно-фіскальної політики проявляється через залучення НБУ до квазіфіскальних операцій шляхом монетизації певної серії облігацій внутрішньої позики, а також у наданні фінансової підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, що вимагало додаткової кредитної емісії, що вплинуло на зростання обсягу грошової маси в обігу [16, с.83–84].

4. *Принцип координації монетарної та фінансової політик.* Цілі встановленої монетарної політики не повинні суперечити головним детермінантам економічної державної політики стосовного зростання, зайнятості та добробуту нації. В свою чергу, бюджетно-фіскальна політика не повинна втручатися у питання курсової стабільності.

#### **Висновки.**

У підсумку слід зазначити, що окреме застосування режимів управління інфляцією, реальним курсом та грошовими агрегатами, приносить більше втрат, ніж сприяє національному добробуту, оскільки повне інфляційне таргетування провокує волатильність валютного курсу, таргетування курсу вимагає значних витрат на підтримання стабільності курсу, а приріст грошових агрегатів повільно стримує інфляційні очікування. Але об'єднання всіх цих режимів для спільної мети досягнення – цінової стабільності, нівелює ці недоліки і сприяє більшому суспільному добробуту.

В ході викладу різних точок зору щодо поняття мандату цінової стабільності ми дійшли висновку, що таргетування цінової стабільності це концептуальна основа монетарного регулювання, яка встановлює правило досягнення операційної експліцитної цілі по рівню внутрішніх цін, реальному валютному курсу та грошовій пропозиції та її компонентів у довгостроковому часовому горизонті з зазначенням випадків застосування дискреції на певних етапах макроекономічного циклу та постійним інформуванням громадськості про наміри регулятора.

Даний режим мусить базуватися на принципах наявності чіткого та вимірного монетарного правила, координованості з монетарними правилами інших країн, обґрунтованості дискреції, незалежності та транспарентності діяльності центрального банку та спільної координації політики центрального банку з органами фінансової влади.

#### **Література**

1. Шаринська, О. Є. Цінова стабільність як основна мета монетарної політики Національного банку України [Текст] / О. Є. Шаринська // Актуальні проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України : збірник наукових статей. – Харків : Фінарт, 2002. – С. 116–117.
2. Мишкін, Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Ф. С. Мишкін. – Київ : Основи, 1999. – 963 с.
3. Levy-Yeyati, E. Fear of Appreciation [Electronic resource] / E. Levy-Yeyati // World Bank Policy Research Working Paper № 4387. – 2007. – Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1029502](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029502).
4. Berganza, J. C. Flexible Inflation Targets, Forex Interventions and Exchange Rate Volatility in Emerging Markets [Electronic resource] / J. C. Berganza, C. Broto // Bank of Spain Working Paper № 1105. – 2011. – Available at: <http://www.bde.es/f/webpi/SES/staff/berganzajuancarlos/files/flexibleinflationtargets.pdf>.
5. Optimal Capital Controls and Real Exchange rate Policies: A Pecuniary Externality Perspective [Text] / J. Benigno et al. // Journal of Monetary Economics. – 2016. – № 84 (December). – P. 147–165.
6. Гриценко, А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні [Текст] : наукова доповідь / А. Гриценко, Т. Кричевська, О. Петрик ; Інститут економіки та прогнозування. – К., 2008. – 272 с.
7. Itskhoki, O. Exchange rate Disconnect in General Equilibrium [Electronic resource] / O. Itskhoki, D. Mukhin // NBER Working Paper № 22676. – 2017. – May 4. – Available at: <http://www.nber.org/papers/w23401>.
8. Anderson, L. Monetarist Model for Economic Stabilization [Text] / L. Anderson, K. A. Carlson // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 1970. – № 52. – P. 7–25.
9. Friedman, M. Monetary History of the United States, 1867–1960 [Text] / M. Friedman, A. A. Schwartz. – Princeton : Princeton University Press, 1963. – 888 p.



10. Rogoff, K. T. The Purchasing Power Parity Puzzle [Text] / K. T. Rogoff // *Journal of Economic Literature*. – 1996. – Vol. XXXIV. – P. 647–668.
11. Stockman, A. C. Tastes and Technology in a Two–Country Model of the Business Cycle: Explaining International Comovements [Text] / A. C. Stockman, L. L. Tesar // *The American Economic Review*. – Vol. 85, № 1. – P. 168–185.
12. Ciocca, P. *Stabilizing Capitalism. A Greater Role for Central Banks* [Text] / Pierluigi Ciocca. – London : Palgrave Macmillan, 2015. – 105 p. – (Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions)
13. Lucas, R. Econometric Policy Evaluation: A Critique [Text] / Robert Lucas // *Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy*. – 1976. – Vol. 1, Issue 1. – P. 19–46.
14. Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and The Driving Forces Behind Business Cycles [Electronic resource] // Nobel Prize Committee. – 2004. – № 1. – Available at: [www.nobel.se/economics/](http://www.nobel.se/economics/)
15. Taylor, J. B. Rules–Based International Monetary Reform [Text] / John B. Taylor, Richard Clarida, George P. Shultz // *Rules for International Monetary Stability: Past, Present, and Future* / Editors Michael D. Bordo, John B. Taylor ; Stanford University. – Stanford : Hoover Institution Press, 2017. – P. 263–297.
16. Міщенко, В. І. Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку [Текст] / В. І. Міщенко, І. М. Льон // *Фінанси України*. – 2017. – № 4 (257). – С. 75–93.

Стаття надійшла до редакції 20.07.2017

©Кузнєцова А. Я., Кліщук О. В.

#### References

1. Sharynska, O. Ye. (2002). Tsinova stabilnist yak osnovna meta monetarnoi polityky Natsionalnoho banku Ukrainy. *Aktualni problemy ta perspektyvy rozvytku finansovo–kredytanoi systemy Ukrainy*, 116–117.
2. Myshkin, F. S. (1999). *Ekonomika hroshei, bankivskoyi spravy i finansovykh rynkiv*. Kyiv: Osnovy.
3. Levy–Yeyati, E. (2007) Fear of Appreciation. *World Bank Policy Research Working Paper № 4387*. Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1029502](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029502)
4. Berganza J. C. & Broto C. (2011). Flexible Inflation Targets, Forex Interventions and Exchange Rate Volatility in Emerging Markets. *Bank of Spain Working Paper № 1105*. Available at: <http://www.bde.es/f/webpi/SES/staff/berganzajuancarlos/files/flexibleinflationtargets.pdf>
5. Benigno, J. (2016). Optimal Capital Controls and Real Exchange rate Policies: A Pecuniary Externality Perspective. *Journal of Monetary Economics*, 84 (December), 147–165.
6. Hrytsenko A., Krychevska T., & Petryk, O. (2008). *Instytut tarhetuvannia inflyatsiyi: zarubizhnyi dosvid i perspektyvy zaprovadzhennia v Ukraini*. Kyiv.
7. Itskhoki, O. & Mukhin, D. (2017, May 4). Exchange rate Disconnect in General Equilibrium. *NBER Working Paper № 22676*. Available at: <http://www.nber.org/papers/w23401>
8. Anderson, L., & Carlson, K. A. (1970) Monetarist Model for Economic Stabilization. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 52, 7–25.
9. Friedman, M., & Schwartz, A. A. (1963). *Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.
10. Rogoff, K. T. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, XXXIV, 647–668.
11. Stockman, A. C., & Tesar, L. L. (1995) Tastes and Technology in a Two–Country Model of the Business Cycle: Explaining International Comovements. *The American Economic Review*, 85(1), 168–185.
12. Ciocca, P. (2015). *Stabilizing Capitalism. A Greater Role for Central Banks*. London: Palgrave Macmillan.
13. Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19–46.
14. Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and The Driving Forces Behind Business Cycles. (2004). *Nobel Prize Committee*, 1. Available at: [www.nobel.se/economics/](http://www.nobel.se/economics/)
15. Taylor, J. B., Clarida, R., & Shultz, G. P. (2017). Rules–Based International Monetary Reform. In M. D. Bordo, & J. B. Taylor. (Eds.), *Rules for International Monetary Stability: Past, Present, and Future*, (pp. 263–297). Stanford: Hoover Institution Press.
16. Mishchenko, V. I., & Lon, I. M. (2017). Rol monetarnoho rehuluvannia u stymuluvanni ekonomichnoho rozvytku. *Finansy Ukrainy*, (257), 75–93.

Received 20.07.2017

©Kuznyetsova A. Ya., Klishchuk O. V.