

Алімпієв Є.В.,

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економічної теорії  
університету економіки та права “КРОК”

## ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ ЗА УМОВИ АСИМЕТРІЇ ЗАГАЛЬНОГО РІВНЯ ЦІН

*Проаналізовано переваги та недоліки режиму інфляційного таргетування з точки зору нерівномірної чутливості номінального якоря — загального рівня цін до стимулюючих і стримуючих заходів грошово-кредитного регулювання. Отримано кількісні оцінки наявності в динаміці основних індексів інфляції ефекту “храповика”.*

*The article analyzes advantages and disadvantages of inflation targeting regime from the viewpoint that nominal anchor — price level — is irregularly sensitive to expansionary and contractionary monetary policy. It is estimated that dynamics of main price indices contains a ratchet effect.*

**Ключові слова:** монетарна трансмісія, інфляційне таргетування, асиметрія цін, ефект “храповика”.

Серед стратегічних цілей економічної політики можна назвати забезпечення сталого економічного зростання, високого рівня зайнятості, утримання низьких темпів інфляції та стабілізацію курсу національної грошової одиниці (останнє є особливо актуальним в умовах післякризового розбалансування економіки України). Тому питанням цінової стабільності, контролю за рівнем цін та інфляції за різних режимів грошово-кредитної політики присвячено багато праць як вітчизняних, так і зарубіжних дослідників<sup>1</sup>. Серед тих, хто досліджували особливості режимів монетарного регулювання, можна відзначити А. Бліндера, Дж. Галі, І. Іванченка, Д. Криворотова, Ф. Мішкіна, С. Моїсеєва, Р. Нуреева, М. Фрідмана та інших. Проблема вибору режиму грошово-кредитної політики в Україні, зокрема проблемам переходу України до режиму інфляційного таргетування, присвячено праці С. Аржевітіна, В. Гейця, А. Гриценка, Т. Кричевської, Р. Лисенка, В. Міщенко, А. Сомика, О. Петрика, І. Петрова та інших.

Сьогодні Україна поступово відмовляється від існуючого режиму таргетування обмінного курсу, що проголошено в основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 рік: “Застосування гнучких механізмів курсоутворення матиме наслідком поступову втрату обмінним курсом статусу якоря грошово-кредитної

<sup>1</sup> Моїсеєв С.Р. Инфляционное таргетирование. — М.: Маркет ДС, 2004. — 112 с.; Аржевітін С.М. Таргетування інфляції — оптимальний режим монетарної політики для України // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. — 2009. — Вип. 3. — С. 4–10; Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні. — К.: Ін-т екон. та прогноз., 2008. — 272 с.; Монетарний трансмісійний механізм в Україні: науково-аналітичні матеріали / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомика, Р.С. Лисенко та ін. — К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2008. — Вип. 9. — 144 с.; Міщенко В.І., Сомика А.В. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. — 2007. — № 6. — С. 24–27.

політики”<sup>2</sup>. У цьому зв’язку особливої актуальності набувають питання, пов’язані з впровадженням в Україні режиму інфляційного таргетування. Так, поглибленого вивчення вимагають характеристики номінального якоря режиму інфляційного таргетування — загального рівня цін. Останній пов’язаний з відомою нерівномірністю у динаміці цінових індексів і, за необхідності, має враховуватися при формуванні кількісних засад нового монетарного режиму.

Таким чином, метою статті є вивчення особливостей нового для України режиму інфляційного таргетування, зокрема — нерівномірної чутливості загального рівня цін до стимулюючих і стримуючих заходів грошово-кредитного регулювання.

Вибір ефективних шляхів реалізації загальноекономічних завдань грошово-кредитного регулювання, таких як постійні темпи економічного зростання, високий рівень зайнятості та стабільний рівень цін, пов’язаний із багатьма чинниками економічного середовища. Обрану урядом і центральним банком економічну стратегію грошово-кредитної політики називають режимом грошово-кредитної політики.

Режим грошово-кредитної політики складається з сукупності правил і процедур використання монетарних інструментів і передбачає реалізацію певного набору тактичних завдань. Кожен із режимів у кінцевому підсумку передбачає вплив на цільові макроекономічні параметри, зокрема на загальний рівень цін. Проте механізми цього впливу є різними і пов’язані з вибором проміжної (тактичної) цілі — таргету<sup>3</sup>. Розрізняють такі основні режими таргетування:

- грошових агрегатів;
- обмінного курсу;
- інфляції.

Режим таргетування грошових агрегатів виражається у безпосередньому впливі зміни пропозиції грошей на загальний рівень цін. Його ефективність залежить від чутливості рівня цін до змін грошової пропозиції. Однією з проблем використання даного режиму є нестійкий зв’язок між грошовими агрегатами, контролюваними центральним банком країни, і цільовим показником інфляції.

Режим таргетування обмінного курсу як основний індикатор грошово-кредитної політики використовує обмінний курс національної грошової одиниці. Це передбачає фіксування останнього відносно валюти країни із низьким рівнем інфляції. Різновидами фіксації курсу є встановлення курсу до “кошика” валют або валютного “коридору”.

Режим таргетування інфляції базується на використанні як основного індикатора грошово-кредитної політики безпосередньо цільового рівня інфляції. Сутність режиму таргетування інфляції полягає в такій стратегії центрального банку,

---

<sup>2</sup> Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік: [Електр. ресурс]. — [http://www.bank.gov.ua/Rada\\_Nbu/OsnovZasad-2010.pdf](http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2010.pdf).

<sup>3</sup> Під таргетуванням розуміється спосіб реалізації грошово-кредитної політики центрального банку, який полягає у виборі певної економічної “мішені”, на яку треба впливати, щоб досягти поставленої мети.

згідно з якою цільова динаміка нарощування грошових агрегатів визначається виходячи із цільового показника інфляції та прогнозних оцінок потенційного рівня зростання виробництва і довгострокового значення швидкості обігу грошей. Таргетування інфляції є багатокомпонентною стратегією реалізації грошово-кредитної політики, яка складається з таких основних елементів<sup>4</sup>:

- 1) публічне оголошення середньострокових кількісних цілей щодо інфляції;
- 2) інституційне зобов'язання щодо цінової стабільності як пріоритетної мети монетарної політики;
- 3) інформаційна стратегія, за якої багато змінних (і не тільки монетарні агрегати та обмінний курс) використовуються для прийняття рішень щодо інструментів монетарної політики;
- 4) посилення прозорості стратегії монетарної політики шляхом комунікації з громадськістю та ринками щодо планів, цілей і рішень монетарної влади;
- 5) підвищення відповідальності центрального банку країни за досягнення цільових значень інфляції.

Від початку 1990-х років режим інфляційного таргетування дедалі частіше використовується центральними банками, у першу чергу розвинутих країн, з огляду на такі переваги. Таргетування інфляції, так само як таргетування обмінного курсу, є очевидним і зрозумілим для громадськості. Крім того, встановлення конкретних цифрових орієнтирів темпів інфляції підвищує відповідальність центрального банку і допомагає у розв'язанні проблеми непослідовності в грошово-кредитній політиці. Режим інфляційного таргетування дозволяє центральному банку країни гнучко реагувати на зміни макроекономічної ситуації з допомогою грошово-кредитного регулювання. Це пов'язане з відсутністю публічних зобов'язань щодо підтримання стабільності грошової пропозиції та інших монетарних показників.

Завдяки цьому, а також унаслідок певної втрати актуальності режимів таргетування грошових агрегатів та обмінного курсу, інфляційне таргетування сьогодні є одним з найбільш використовуваних режимів грошово-кредитної політики. За оцінками фахівців, інфляційне таргетування або основні його елементи у різних формах застосовують практично всі центральні банки розвинутих країн, переважна більшість центробанків країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою<sup>5</sup>. Разом із тим режим інфляційного таргетування має багато дискусійних питань. Його критика пов'язана з такими двома недоліками.

1. Інфляція є макроекономічним процесом, який втілюється у стійке підвищення загального рівня цін і не може безпосередньо контролюватися центральним банком. При цьому за даного режиму рівень інфляції виступає номінальним якорем і публічним індикатором грошово-кредитної політики. Таким чином, можливості впливу останньої на рівень інфляції є недостатніми. Як зазначає

---

<sup>4</sup> Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. Значч. праця.

<sup>5</sup> Криворотов Д. Выбор режима денежно-кредитной политики Республики Беларусь в среднесрочной перспективе // Банковский вестник. — 2007. — № 1. — С. 31; Дробышевский С., Козловская А. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России: [Електр. ресурс]. — <http://www.iet.ru/ru/publikacii.html>.

С. Дробишевський<sup>6</sup>, цей недолік особливо важливий для країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, де після досягнення середніх і низьких темпів інфляції різко зростає вплив на ціни обмінного курсу, структурних змін в економіці й у самих цінах, а також зовнішніх шоків тощо.

2. Між застосуванням монетарних інструментів і відповідними змінами макроекономічних параметрів, зокрема загального рівня цін, спостерігається істотна часова затримка (лаг). Урахувати цей лаг при вжитті заходів грошово-кредитного регулювання складно, оскільки його величина залежить від фази економічного циклу, бажаного напрямку цінових змін, обраного каналу монетарної трансмісії, характеристик складових передавального механізму тощо. Особливого значення проблема часової затримки набуває в періоди економічних трансформацій, загострень і криз, коли оперативне державне втручання в економіку є особливо важливим.

На наш погляд, наведені недоліки режиму інфляційного таргетування так чи інакше пов'язані з рівнем інфляції, а саме — з проблемою нерівномірності у динаміці падіння та зростання загального рівня цін. Відомо, що амплітуда і динаміка зростання та зменшення рівня цін є різними. Феномен асиметрії у змінах рівня цін та відповідних цінових індексів має назву ефекту “храповика”, зміст якого полягає в тому, що підвищення загального рівня цін відбувається легше, ніж його зниження, тобто у наявності негнучкості цін у бік зниження. Традиційно кейнсіанський аналіз основну причину короткострокової нееластичності загального рівня цін у бік зниження пов'язує з негнучкістю заробітної плати, яка становить значну частину загальних видатків фірми і не має тенденції до зниження, принаймні протягом короткострокового періоду. Ця нееластичність пояснюється також тим, що чимало промислових фірм володіють достатньою монопольною ринковою владою, щоб протидіяти зниженню цін у період спаду попиту. Макроекономічним результатом короткострокової нееластичності загального рівня цін у бік зниження є те, що ринки (у тому числі ринок праці) можуть тривалий час перебувати у стані нерівноваги.

Ефект “храповика”, як впливає з його сутності, виникає на коротких проміжках часу, тобто у короткостроковому періоді, що охоплює макроекономічні зрушення на часових інтервалах у межах року. Проте низка результатів нещодавніх досліджень указує на наявність цього ефекту і в довгостроковому періоді<sup>7</sup>. Отже, для ефективної реалізації грошово-кредитної політики в режимі інфляційного таргетування слід враховувати можливу асиметрію динаміки загального рівня цін на будь-яких часових інтервалах.

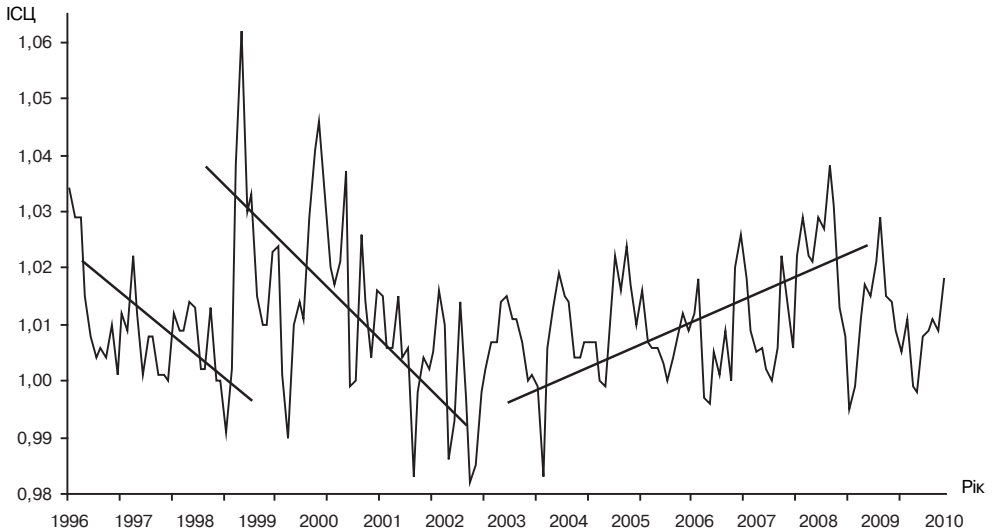
Візуально оцінити ефект “храповика” у динаміці цінових індексів в Україні можна, проаналізувавши графік одного з показників рівня цін — індексу споживчих цін (ІСЦ) (рис. 1). Візуальний аналіз і побудова часткових трендів динаміки рівня

---

<sup>6</sup> Дробышевский С., Козловская А. Знач. прая. — С. 92.

<sup>7</sup> *Vatina R.* On the long run effect of public capital on aggregate output: Estimation and sensitivity analysis // *Journal of Policy History.* — 2006. — Vol. 24. — № 4. — P. 711—717; *Barba A., Pivetti M.* Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications — a long-period analysis // *Cambridge Journal of Economics.* — 2009. — P. 113—137.

цін за показником ІСЦ дають змогу зробити припущення, що висхідний тренд рівня цін є коротшим за спадний. Із розрахунку кількості періодів, у яких показник ІСЦ виявився меншим за попереднє значення (81 період), і кількості тих періодів, де він був більшим за попереднє значення (73 періоди), маємо співвідношення  $81:73 = 1,11$ , тобто швидкість зниження цін є на 11 % повільнішою, ніж швидкість їхнього зростання.



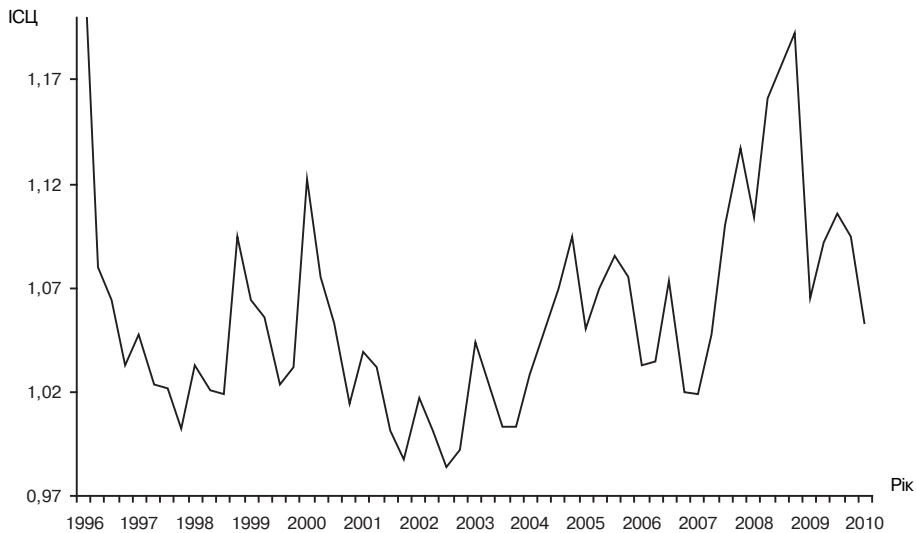
*Джерело:* побудовано автором на основі даних Держкомстату України за відповідні роки (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

**Рис. 1. Рівень інфляції в Україні за місячними даними ІСЦ у 1996—2010 роках**

Аналіз динаміки ІСЦ за кварталними даними (рис. 2) у період з I кварталу 1996 року по I квартал 2010-го дає можливість отримати таке співвідношення періодів падіння і періодів зростання ціл:  $30:26 = 1,15$ . Отримане значення свідчить, що за кварталними показниками у 1996—2010 роках швидкість зниження ціл була на 15 % повільнішою, ніж швидкість їхнього зростання.

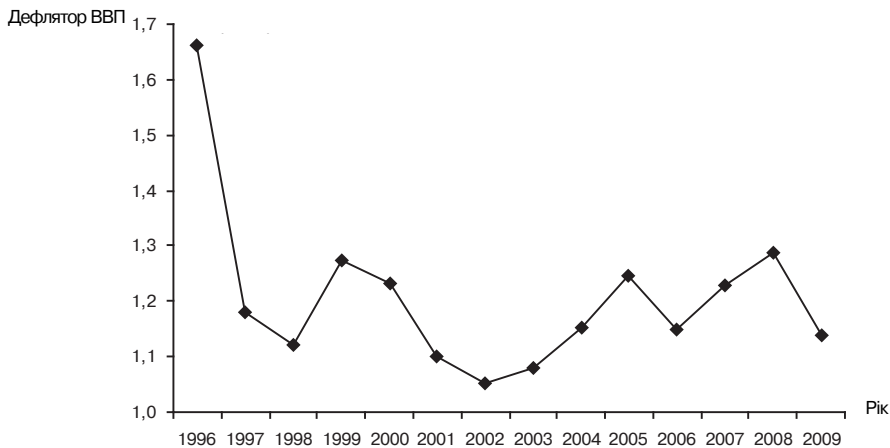
Оцінити ефект “храповика” у довгостроковому періоді можна, проаналізувавши річні значення показника дефлятора ВВП (рис. 3). Графік дефлятора ВВП не дає можливості наочно виділити переважний тренд, оскільки кількість, довжина і амплітуда періодів падіння ціл є порівнянними з періодами зростання. З аналізу значень дефлятора ВВП випливає, що співвідношення періодів падіння і періодів зростання ціл становить  $7:6 = 1,17$  і перевищує співвідношення, отримані за щомісячними і щоквартальними спостереженнями. Це вказує на те, що за щорічним показником дефлятора ВВП у 1996—2009 роках швидкість зниження ціл була на 17 % повільнішою, ніж швидкість їхнього зростання.

Аналіз динаміки показників інфляції — ІСЦ і дефлятора ВВП — за трьома групами даних (місячними, кварталними і річними) дозволяє, по-перше, уникнути випадкових результатів і можливих помилок, пов’язаних із недоліками вихідних даних;



Джерело: побудовано автором на основі даних Держкомстату України за відповідні роки (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

Рис. 2. Рівень інфляції в Україні за кварталними даними ІСЦ у 1996–2010 роках



Джерело: побудовано автором на основі даних Держкомстату України за відповідні роки (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

Рис. 3. Рівень інфляції в Україні за річними даними дефлятора ВВП у 1996–2009 роках

по-друге, дослідити прояв ефекту “храровика” у коротко- і довгостроковому періодах. Разом із тим розраховані вище співвідношення періодів зниження і періодів зростання цін не дають достатніх підстав говорити про наявність ефекту “храровика”. Відносно високе значення кількості періодів зниження цін може бути пов’язане з високою волатильністю показника і не надавати об’єктивної оцінки відносної

тривалості періодів зниження і зростання цін. Тому для всебічної оцінки асиметрії динаміки цін і наявності ефекту “храповика” доцільно використовувати сукупність показників:

$$\frac{\text{Співвідношення кількості періодів зниження і періодів зростання цін}}{\text{Співвідношення кількості періодів зниження і періодів зростання цін}} = \frac{\text{Кількість періодів зниження цін}}{\text{Кількість періодів зростання цін}};$$

$$\frac{\text{Співвідношення тривалості періодів зниження і періодів зростання цін}}{\text{Співвідношення тривалості періодів зниження і періодів зростання цін}} = \frac{\sum (\text{Кількість періодів безперервного зниження цін})^2}{\sum (\text{Кількість періодів безперервного зростання цін})^2};$$

$$\frac{\text{Співвідношення сумарної амплітуди зниження і зростання цін}}{\text{Співвідношення сумарної амплітуди зниження і зростання цін}} = \frac{\sum (\text{Величина зниження рівня цін у період } t)}{\sum (\text{Величина зростання рівня цін у період } t)}.$$

Результати розрахунків містяться у таблиці.

**Таблиця. Результати оцінки асиметрії динаміки цін і наявності ефекту “храповика” в Україні в 1996—2010 роках**

Показник	Місячні дані за ІСЦ	Квартальні дані за ІСЦ	Річні дані за дефлятором ВВП
Співвідношення кількості періодів зниження і періодів зростання цін	1,11	1,15	1,17
Співвідношення тривалості періодів зниження і періодів зростання цін	1,12	1,06	1,07
Співвідношення сумарної амплітуди зниження і зростання цін	1,11	1,23	2,08

*Джерело:* розраховано автором за даними Держкомстату України (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

На основі одержаних результатів розрахунків можна зробити такі узагальнення.

1. За показником співвідношення кількості періодів зниження і періодів зростання цін ступінь асиметрії посилюється із подовженням тривалості періоду спостережень — від місячних до річних.

2. Показник співвідношення тривалості періодів зниження і періодів зростання цін свідчить, що, за щомісячними даними, сумарна тривалість періодів, коли спостерігалось зниження цін, була на 12 % більшою, ніж тривалість періодів їхнього зростання. За кварталними і річними даними цей показник становить відповідно 6 % і 7 %.

3. Показник співвідношення сумарної амплітуди зниження і зростання цін вказує, що у 1996—2010 роках, за щомісячними даними, сукупне зниження цін було в 1,11 раза більшим, ніж їхнє сукупне зростання. Цей показник, так само як показник співвідношення кількості періодів, збільшується з подовженням тривалості періоду спостережень: за кварталними даними він становить 1,23, а за річними — 2,08.

Отже, виходячи з проведеного дослідження можна зробити такі висновки. Режим інфляційного таргетування має всі необхідні переваги, щоб замінити у вітчизняній економіці існуючий режим таргетування валютного курсу. Разом із тим при цьому слід враховувати специфіку номінального якоря даного режиму — загального рівня цін, представленого основними індексами інфляції. Адже в умовах України спостерігається відома властивість загального рівня цін по-різному змінюватись у бік зниження та зростання.

Результати проведених розрахунків за 1996—2010 роки підтверджують наявність у динаміці досліджуваних індексів інфляції — дефлятора ВВП та індексу споживчих цін — ефекту “храповика” як у коротко-, так і в довгостроковому періодах. Зокрема, за оцінкою щомісячної та квартальної динаміки індексу споживчих цін, кількість періодів зниження цін є більшою за кількість періодів їхнього зростання, а довжина періодів, коли ціни знижуються, — більша за довжину періодів зростання. За оцінками річної динаміки дефлятора ВВП, співвідношення кількості періодів зниження і періодів зростання цін становить 17 %, а співвідношення довжини періодів безперервного зниження та зростання — 7 %.

При формуванні кількісних оцінок ефективності грошово-кредитної політики, зокрема у прогнозних оцінках монетарної трансмісії, необхідно пам'ятати про асиметрію чутливості загального рівня цін. Особливо актуальним це є в умовах режиму інфляційного таргетування, оскільки нерівномірність у динаміці загального рівня цін має враховуватися двічі — як нерівномірна чутливість номінального якоря й як нерівномірна чутливість цільового показника.