Міщенко В.І.,
доктор економічних наук, професор,
директор Центру наукових досліджень
Національного банку України,

Лисенко Р.С.,
начальник відділу Центру наукових досліджень
Національного банку України

ВПЛИВ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ НА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

Структурні зміни останніх років у вітчизняній економіці, високі темпи її розвитку, процеси інтеграції та глобалізації ставлять питання про відповідність чинної в Україні монетарної стратегії завданню підтримки економічного зростання.

У Національному банку України протягом останніх трьох років здійснюється активна діяльність, спрямована на розроблення програми переходу до нової, чітко визначеної монетарної політики, бо необхідність змін у чинній стратегії грошово-кредитної реформи визнається більшістю вітчизняних експертів і науковців. Потреба у змінах пояснюється тим, що сучасна монетарна стратегія адаптована до забезпечення стабільного стану післякризової моделі економічного розвитку, а не спрямована на її розвиток.

Основною характеристикою монетарної стратегії країни з перехідною економікою є наявність контролю над коливанням динаміки внутрішніх цін. Це зумовлено негативними процесами в економічній системі, які є наслідком цінової нестабільності[1]:

- Спрямування значних обсягів коштів населення у банківський сектор у вигляді депозитів. По-перше, ці кошти не доотримує реальний сектор економіки у вигляді короткострокових інвестицій, а по-друге, це знижує диверсифікацію вкладів населення, що підвищує ризик втрати реального добробуту населення у разі настання фінансових криз.
- Невизначеність загального рівня цін і відносних цін в економіці призводить до того, що агенти, які не схильні ризикувати, відмовлятимуться від вигідних інвестиційних проектів, що в свою чергу зумовлює зниження економічної активності.
- Втрати від зберігання грошей у номінальній формі, що виникають унаслідок падіння реальної вартості національної валюти через постійне зростання цін.

Отже, втрати, що виникають внаслідок швидкого зростання цін, призводять до зменшення інвестицій, відхилення їх розподілу від оптимального і, як наслідок, до уповільнення зростання реальних обсягів ВВП. Окрім нестабільності цін, важливим чинником, який впливає на економічне зростання країни, є нестабільність фінансових ринків. Зобов'язання суб'єктів господарювання в країнах, що розвиваються, на відміну від розвинених країн, в основному короткострокові і деноміновані в іноземній валюті. Очікуване зростання інфляції може призвести до зростання процентних ставок, що

негативно позначиться на фінансових потоках реального сектора. Фірми не зможуть платити відсотки за боргами, при цьому вартість активів у національній валюті різко знизиться внаслідок зростання інфляційних очікувань. Якщо при цьому фінансова система країни нестійка і немає чітко відлагоджених антикризових механізмів, то це може призвести до зростання ризиків у фінансовій системі країни, що врешті-решт може спричинити фінансову кризу.

Як показує міжнародний досвід, найуспішнішою з точки зору забезпечення контролю над динамікою рівня цін є стратегія інфляційного таргетування. Ця стратегія монетарної політики спрямована на підтримку стабільності цін через досягнення мінімізації відхилення рівня інфляції від оголошеної інфляційної мети за допомогою основних інструментів грошово-кредитної політики[2].

Таргетування інфляції порівняно з іншими монетарними стратегіями включає досить складні з технічного погляду процедури, спрямовані на запобігання впливу внутрішніх шоків на динаміку рівня цін і передбачають контроль за широким колом індикаторів, що характеризують стан економіки. Головною передумовою введення такого режиму є достатня незалежність центрального банку у питаннях розробки монетарної політики, визначення кінцевих, проміжних, оперативних цілей та інструментів їх досягнення.

Встановлення "відкритого" цільового показника у сфері інфляції робить політику центрального банку прозорішою, підвищує довіру до нього, послаблює прояви "часової неузгодженості". Інший елемент, що надає гнучкості режиму таргетування інфляції, –відхилення від цільових параметрів під час шоків пропозиції. Під час шоку попиту чи пропозиції центробанк може відхилятися від запланованої політики, обґрунтовуючи цей крок перед громадськістю. Деякі країни (Нова Зеландія, Чехія) закріплюють у своїх законодавствах форс-мажорні обставини на цей випадок, що дає змогу виправдати такі відхилення.

Узагальнюючи наведене, варто ще раз наголосити, що найбажанішим видом монетарної стратегії для сучасного стану економіки є інфляційне таргетування. Цей вид стратегії ставить за мету не лише стабілізацію цін в країні, але й вплив на економічне зростання через регулювання пропозиції грошей і обмеження впливу негативних внутрішньоекономічних чинників (табл. 1).

Між тим, економічний зміст таргетування інфляції полягає не у досягненні низького рівня інфляції за будь-яку ціну[3]. Основною метою впровадження такого виду монетарної стратегії є зниження інфляційних очікувань усіх макроекономічних суб'єктів через підвищення їх довіри до монетарної політики банку (рис. 1).

Але навіть жорстке дотримання основних принципів інфляційного таргетування не завжди може виступати гарантом впливу на економічне зростання. Як правило, вплив інструментів грошово-кредитного ринку на темпи росту реального ВВП важко визначити як рівнем впливу, так і за часовим лагом. Це підтверджується досвідом країн Східної Європи.

Так, в Угорщині безпосередній зв'язок між шоками грошової пропозиції і темпами росту реального ВВП простежувався лише на початку 90-х рр. XX ст., коли уряд стимулював виробництво за рахунок державних витрат.

Таблиця 1

Порівняння темпів росту грошової пропозиції і темпів росту реального ВВП в Україні

Рік	Індекс споживчих цін (грудень до грудня попереднього року), %	Обсяги номінального ВВП, млн грн
1992	2100,0	5,00
1993	10 256,0	14,80
1994	501,0	12,04
1995	281,7	54,52
1996	139,7	81,52
1997	110,1	93,36
1998	120,0	102,59
1999	119,2	130,44
2000	125,8	170,07
2001	106,1	204,19
2002	99,4	225,81
2003	108,2	267,34
2004	112,3	345,94

Д ж е р е л о: Державний комітет статистики України.

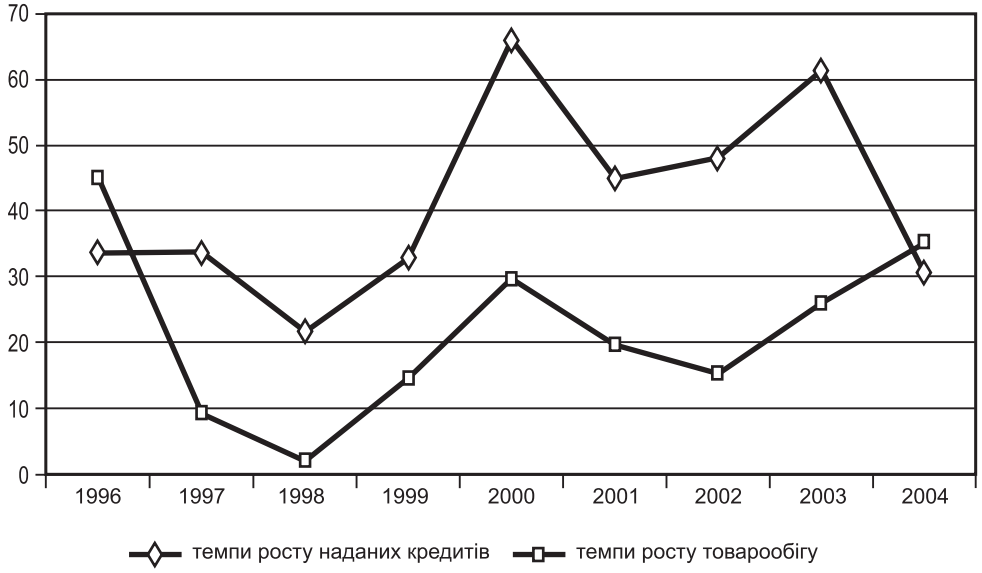

Рис. 1. **Порівняння темпів росту наданих кредитів і товарообігу,** %

З посиленням бюджетної і фінансової дисципліни у 1995 р. динаміка грошової пропозиції перестала суттєво впливати на темпи росту реального ВВП. Разом з тим економетричний аналіз дає змогу стверджувати, що в період вищих темпів інфляції темпи зростання реального ВВП нижчі, ніж у період відносно низьких місячних темпів приросту цін.

У Чехії, навпаки, цінові шоки позитивно впливали на реальний випуск. Цей результат може пояснюватися тим, що Чехія є країною, в якій протягом 90-х рр. спостерігалися найнижчі серед країн з перехідною економікою

темпи інфляції. Таким чином, зміни цін сприймалися економічними агентами швидше як зміна відносних цін, ніж відображення ослаблення дисципліни у грошовій сфері.

У Польщі дослідники не змогли визначити чіткого взаємозв'язку між темпами росту реального ВВП і проведеною грошово-кредитною політикою, хоч ця гіпотеза і не була відкинута. Наявність якісних змін у грошово-кредитній політиці і динаміка фундаментальних чинників в економічній системі не дали змоги оцінити отримані результати. Проте на початковому етапі (до 1998 р.), коли здебільшого проводилася політика фінансової стабілізації, дослідниками було виявлено стійку позитивну залежність між жорсткістю грошово-кредитної політики і темпами економічного росту. Іншими словами, ослаблення грошово-кредитної політики і прискорення інфляції викликали уповільнення темпів зростання випуску. При цьому проміжок часу між розширенням грошової пропозиції і прискоренням інфляції становить приблизно 9 місяців.

У цілому огляд ступеня впливу інструментів грошово-кредитної політики на темпи економічного зростання в країнах, в яких переважав режим таргетування інфляції, показав, що в цих країнах не вдалося виявити будь-який стійкий взаємозв'язок між грошово-кредитною політикою і динамікою реального випуску. Загальним висновком слід визнати наявність позитивного взаємозв'язку між ціновими шоками і зміною реального випуску, що свідчить про успіх політики таргетування інфляції. Іншими словами, встановлені орієнтири темпів зростання цін викликали довіру економічних агентів, і відхилення від них сприймалися як динаміка відносних цін, зумовлюючи прискорення або уповільнення темпів зростання економіки. Наприклад, такий факт в Угорщині може пояснюватися тим, що період, за який центральний банк дотримувався режиму інфляційного таргетування, був відносно коротким, тоді як темпи зростання цін знижувалися досить повільно. Крім того, податково-бюджетна політика до 1995 р. була надто ліберальною.

Перехід до режиму таргетування інфляції зумовлюється, по-перше, посиленням залежності економічного розвитку від зовнішнього сектора (питома вага експорту у структурі ВВП становила близько 70 %, імпорту – 60 %) в умовах недостатнього розвитку внутрішнього ринку, створює істотні ризики для подальшого забезпечення сталих темпів економічного зростання, що може призвести до суттєвих та раптових змін у динаміці попиту на гроші, а по-друге, істотне зростання зовнішніх цін на продукцію українських експортерів сприяє зростанню цін на аналогічну продукцію на внутрішньому ринку.

Серед можливих позитивних наслідків введення режиму інфляційного таргетування в Україні можна назвати:

1. Забезпечення стабільного економічного розвитку в довгостроковій перспективі. Суттєве знецінення гривні до долара США та євро у 1998 р. спричинило миттєве зростання прибутковості українського експорту та галузей виробництва, орієнтованих на заміщення імпорту. У 1999 р. у промисловості вже спостерігалося зростання (4 %), хоча все ще було зареєстровано значний спад у сільському господарстві (–7 %), будівництві (–8 %) та сфері фінансових послуг (–9 %). Зростання відбувалося в основному за

рахунок орієнтованих на експорт великих виробників сталі та імпортозаміщувальної харчової промисловості, хоча згодом воно охопило більшість галузей економіки в Україні. Між тим, надмірна експортна орієнтованість економіки країни, яка є основною рушійною силою економічного зростання, має суттєві ризики. Вони посилюються внаслідок відсутності контролю за зовнішніми чинниками – кон'юнктурою світового ринку і попитом на експортну продукцію з боку іноземних споживачів. Контроль за темпами росту цін в середньо- та довгостроковій перспективі призведе до суттєвого зростання реальних доходів населення, що зумовить зміну структури споживчого кошика населення і зростання попиту на товари з високою доданою вартістю. Іншими словами, низький і прогнозований у майбутньому рівень інфляції матиме значний вплив на зростання обсягів внутрішнього ринку, що стане основною рушійною силою економічного зростання (табл. 2).

2. Забезпечення додатковими механізмами стійкості економічної системи відносно зовнішніх шоків та зміни попиту на гроші. Цього можна досягти внаслідок дотримання оптимальних (відповідно до поточної економічної кон'юнктури) вартісних показників національної валюти (відносно внутрішніх цін, іноземних валют та цін на кредитні ресурси) і досягнення максимального рівня керованості руху коштів у всіх секторах економіки, що і є прямим наслідком впровадження режиму таргетування інфляції.

3. Забезпечення поступової зміни структури споживчого кошика громадян шляхом поступового збільшення питомої ваги витрат домогосподарств на непродовольчі товари та послуги. Такі структурні зміни у попиті населення спростять в середньостроковій перспективі механізм регулювання пропозиції грошей і нададуть поштовх для розвитку виробництва з вищою доданою вартістю. При цьому ці виробництва орієнтуватимуться на розширення обсягів вітчизняного ринку (рис. 2).

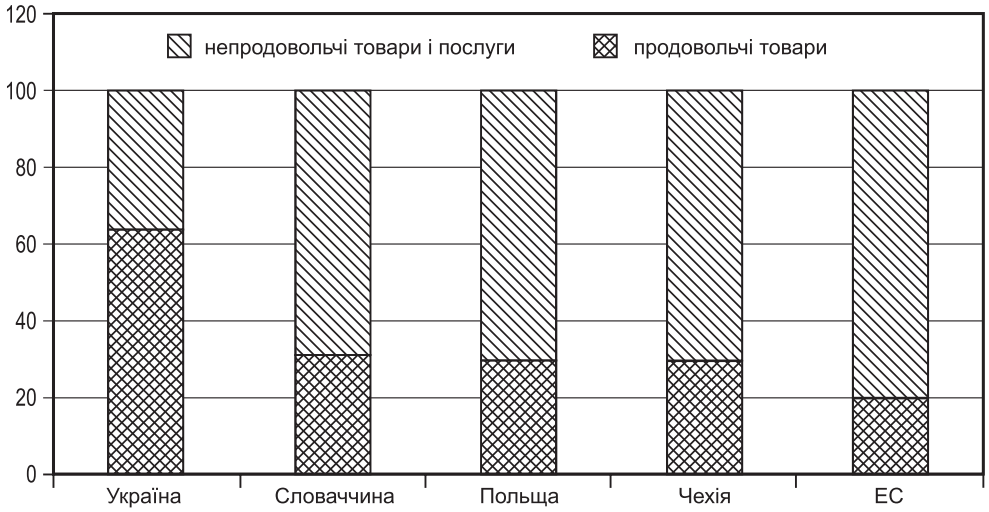

Рис. 2. **Структура споживчого кошика України, країн, що запровадили монетарну стратегію таргетування інфляції, та ЄС у цілому**

Таблиця 2

Динаміка макроекономічних та монетарних показників України

Показник		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Номінальний ВВП, млн грн		2,99	50,33	1482,73	12 037,69	54 516,42	81 519	93 365	102 593	130 442	170 070	204 190	225 810	267 344	345 943	424 741
ВВП у співставних цінах, у % до попереднього року (реальний ВВП)		91,3	90,1	85,8	77,1	87,8	90,0	97,0	98,1	99,8	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,4
ВВП у співставних цінах, у % до 1993 року		82,3	90,1	100	77,1	67,7	60,9	59,1	58,0	57,9	61,3	66,9	70,4	77,1	86,5	88,6
Індекс споживчих цін (CPI), грудень до грудня попереднього року, %		390	2100	10 256	501	281,7	139,7	110,1	120	119,2	125,8	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3
Монетарна база Mh, млн грн		0,4	6	269	1523	3538	4882	7058	8625	11 988	16 780	23 055	30 808	40 089	53 763	82 760
Приріст монетарної бази, %			1400	4383,3	466,2	132,3	38,0	44,6	22,2	39,0	40,0	37,4	33,6	30,1	34,1	53,9
Грошова маса M0, млн грн		0,3	5	128	793	2623	4041	6132	7158	9583	12 799	19 465	26 434	33 119	42 345	60 231
Приріст M0, %		–	1566,7	2460,0	519,5	230,8	54,1	51,7	16,7	33,9	33,6	52,1	35,8	25,3	27,9	42,2
Грошова маса M3, млн грн (до 1995 року обліковувалася M2)		–	25	482	3216	6930	9364	12 541	15 705	22 070	32 252	45 755	64 870	95 043	125 801	194 071
Приріст грошової маси M3, %		–	11р.	1828	567,2	115,5	35,1	33,9	25,2	40,5	46,1	41,9	41,8	46,5	32,4	54,3
Грошовий мультиплікатор (M3/Mh)		–	4,17	1,79	2,11	1,96	1,92	1,78	1,82	1,84	1,92	1,98	2,11	2,37	2,34	2,34
Рівень монетизації (M3/ВВП), %		–	49,7	32,5	26,7	12,7	11,5	13,4	15,3	16,9	19,0	22,4	28,7	35,6	36,4	45,7
Показник “фінансової глибини” (M2 – M1) / ВВП, %		23,41	7,95	9,98	11,26	3,97	3,32	3,64	4,97	5,84	6,34	7,54	10,65	16,20	16,88	22,27
Депозити населення	млн грн	1	3	30	214	615	1231	2305	3119	4319	6780	11 338	19 302	32 396	41 611	73 202
	% ВВП	33,4	6,0	2,0	1,8	1,1	1,5	2,5	3,0	3,3	4,0	5,6	8,5	12,1	12,0	17,2
	приріст, %		200	900	613,3	187,4	100,2	87,2	35,3	38,5	57,0	67,2	70,2	67,8	28,4	75,9
Кредити банків в економіку	млн грн	1	27	406	1558	4078	5452	7295	8873	11 787	19 574	28 373	42 035	67 835	88 579	143 418
	% ВВП	33,4	53,6	27,4	12,9	7,5	6,7	7,8	8,6	9,0	11,5	13,9	18,6	25,4	25,6	33,8
	приріст, %	–	2600	1403,7	283,7	161,7	33,7	33,8	21,6	32,8	66,1	45,0	48,2	61,4	30,6	61,9

Закінчення табл. 2

Показник	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Частка кредитів в іноземній валюті, %	–	11,1	5,2	23,0	25,7	24,8	28,8	42,3	51,5	46,0	44,2	41,8	41,7	42,2	43,3
Частка довгострокових кредитів, %	0	3,7	2,7	11,3	10,6	11,1	10,6	18,4	22,4	18,0	21,7	28,2	45,0	54,2	61,8
Роздрібний товарооборот, млн грн	1,32	14,56	438,24	3369,68	11 964	17 344	18 933	19 317	22 151	28 757	34 417	39 691	49 994	67 556	94 332
Приріст товарообороту, %	–	1003,0	2909,9	668,9	255,0	45,0	9,2	2,0	14,7	29,8	19,7	15,3	26,0	35,1	39,6
Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу, % ВВП	–					–2,7	–2,7	–3,1	5,2	4,7	3,7	7,5	5,8	10,6	3,1
Середньозважена ставка за депозитами, % (до 1998 року – у національній валюті)	–	68,0	187,3	171,0	61,2	34,3	18,2	18,0	17,1	11,1	9,9	7,4	6,8	7,4	8,0
Середньозважена ставка за кредитами, % (до 2002 року – з урахуванням овердрафту, до 1998 року – у національній валюті)	–	76	221,1	201,7	107,4	77	49,1	43,8	43,3	33,0	26,1	17,4	14,7	14,5	14,2
Середня банківська маржа, п.п.	–	8,0	33,8	30,7	46,2	42,7	30,9	25,8	26,2	21,9	16,2	10,0	7,9	7,1	6,2
Інвестиції в основний капітал, млн грн	0,5	8,66	293,1	2280,33	9378,16	12 557	12 401	13 958	17 552	23 629	32 573	37 178	51 011	75 714	93 096
Прямі іноземні інвестиції в Україну, млн дол. США	–	–	–	483,5	896,9	1438,2	2063,6	2810,7	3281,8	3875,0	4555,3	5471,8	6794,4	8353,9	16 375,2
Заощадження населення, млн грн	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	17 058	16 277	31 077	3415*
Інвестиції в основний капітал / заощадження населення	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	2,18	3,13	2,44	–
(інвестиції – заощадження населення)/ВВП, %	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	8,9	13,0	12,9	–
Швидкість обертання грошової маси		3,67	5,85	6,51	10,75	10,01	8,52	7,26	6,91	6,26	5,24	3,99	3,34	3,13	2,59

*Станом на листопад 2005 р.

4. Забезпечення зростання довіри населення до органів державного управління, що є одним з найвпливовіших чинників формування інфляційних очікувань. Як свідчать результати опитувань серед підприємств і населення щодо оцінки змін економічної кон'юнктури та інфляційних очікувань, відчуття загальної нестабільності в країні є, на думку респондентів, основною причиною зростання цін. У цілому такі погляди формують негативні інфляційні очікування, базою яких є недовіра до дій органів центрального управління. Між тим, Національний банк порівняно з іншими органами центрального управління має найвищий рейтинг довіри як з боку населення, так і з боку підприємств. Це створює підґрунтя для формування інструментів і механізмів впливу з боку Національного банку на рівень інфляційних очікувань (рис. 3).

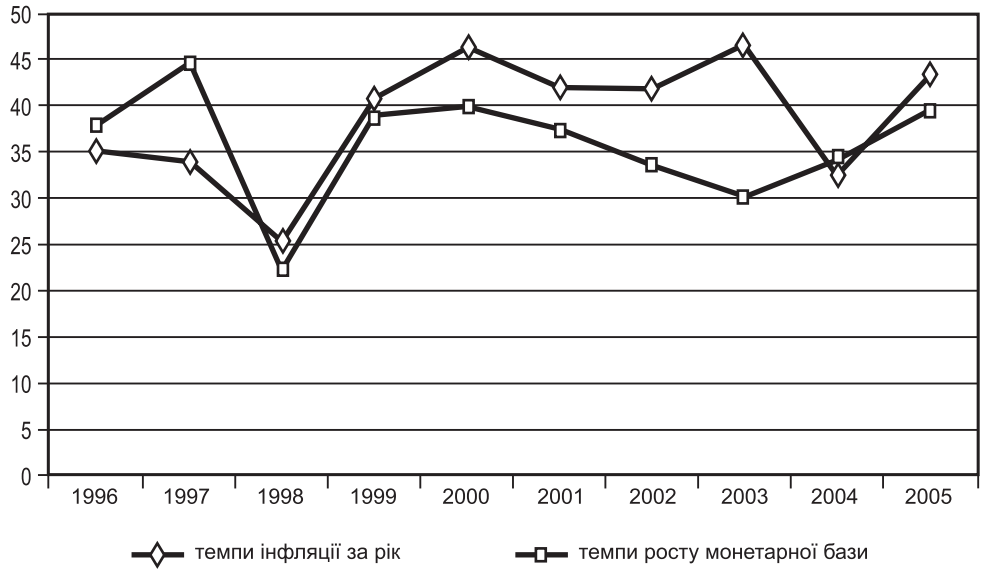

Рис. 3. **Порівняння темпів росту грошової бази й інфляції,** %

Підсумовуючи наведене, можна зазначити, що перехід до інфляційного таргетування позитивно позначиться на економічному зростанні України, але у разі створення належних передумов: достатньої незалежності Національного банку України, функціонування режиму вільно плаваючого валютного курсу, «здорової» податково-бюджетної політики, що виражається у відсутності її впливу на інфляційні процеси; наявністю досить розвинених фінансових ринків, спроможних забезпечити ефективне використання інструментів грошово-кредитної політики та їх вплив на економічний розвиток.

Реформа існуючої монетарної стратегії на сучасному етапі розвитку економічної системи є необхідною. Як показує міжнародний досвід, найсприятливішою монетарною стратегією для України є запровадження повного таргетування інфляції. Успішне втілення цієї стратегії дасть змогу

отримати контроль над інфляційними очікуваннями населення і суб'єктів господарювання, що зрештою забезпечить сталий розвиток економіки.

Між тим, успішне впровадження інфляційного таргетування потребує виконання низки умов, більшість з яких наразі в Україні не виконується. Тому необхідно розбудувати і запровадити перехідну модель грошово-кредитної стратегії, яка б відповідала змінам як у бізнес-середовищі країни, так і у державному регулюванні економіки.

---

[1] *Макаренко М. І.* Таргетування інфляції в грошово-кредитній політиці // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Т. 6. – Суми: ВВП «Мрія-1», 2002. – С. 38–42.

[2] *Арсенюк О.* Проблеми запровадження в Україні монетарного устрою, заснованого на встановленні цільового показника інфляції // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Зб. наук. праць. – Т. 7. – Суми: ВВП «Мрія-1», 2003. – С. 52–58.

[3] Матеріали круглого столу «Проблеми вибору та визначення оптимальної моделі монетарного устрою в Україні» // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 2–7.