

М.І. Макаренко (Українська академія банківської справи
Національного банку України, м. Суми, Україна)

ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ І МАКРОЕКОНОМІЧНА ДИНАМІКА: ПОСТКРИЗОВИЙ АНАЛІЗ

У статті проведено аналіз динаміки реального ВВП та інфляції під час останньої кризи в країнах, що запровадили інфляційне таргетування в практику реалізації грошово-кредитної політики своїх центральних банків. Зроблено попередній висновок щодо недостатньої ефективності стратегії інфляційного таргетування як автономного чинника протидії глибоким кризовим процесам.

Ключові слова: інфляційне таргетування, грошово-кредитна політика, реальний ВВП, криза.

Табл. 3. Рис. 1. Літ. 10.

М.И. Макаренко (Украинская академия банковского дела
Национального банка Украины, г. Сумы, Украина)

ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА: ПОСТКРИЗИСНЫЙ АНАЛИЗ

В статье проведен анализ динамики реального ВВП и инфляции во время последнего кризиса в странах, которые ввели инфляционное таргетирование в практику реализации денежно-кредитной политики своих центральных банков. Сделан предварительный вывод о недостаточной эффективности стратегии инфляционного таргетирования как автономного фактора противодействия глубоким кризисным процессам.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, денежно-кредитная политика, реальный ВВП, кризис.

M.I. Makarenko (Ukrainian Academy of Banking of
the National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine)

INFLATION TARGETING AND MACROECONOMIC DYNAMICS: THE POST-CRISIS ANALYSIS

The paper analyzes the dynamics of real GDP and inflation during the last economic breakdown in the countries which have introduced inflation targeting in the monetary policy practice of their central banks. There is the preliminary conclusion about the insufficient efficiency of inflation targeting strategy as the autonomous factor in overcoming the profound crisis.

Keywords: inflation targeting; monetary policy; real GDP; crisis.

Постановка проблеми. Світова фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. своєю несподіваністю та глибиною струснула підвалини сучасної економічної системи, змусила переоцінити чимало усталених істин теорії економічного розвитку та його регулювання. Під дещо іншим кутом зору аналітики пропонують тепер поглянути й на архітектуру грошово-кредитної політики центральних банків, її роль у протидії кризовим явищам та їх подоланні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У два попередні десятиліття у теорії та практиці державного регулювання економіки утвердилася думка про пріоритетне використання грошово-кредитної політики в поточному коригуванні макроекономічної рівноваги, упередженні й подоланні внутрішніх і зовнішніх шоків та забезпеченні цінової стабільності в реальному секторі. З

1990-х років міжнародними валютно-фінансовими інституціями почав пропагандуватися спосіб організації проведення грошово-кредитної політики на основі певного правила – забезпечення через застосування монетарних інструментів прогнозованого в середньостроковій перспективі рівня інфляції. Відтоді спрямування грошового регулювання на досягнення планованого показника інфляції (або інфляційне таргетування) стало провідним устроєм грошово-кредитної політики центральних банків трьох десятків країн (згодом Іспанія, Словаччина та Фінляндія, приєднавшись до зони євро, змушені були відмовитись від прямого таргетування інфляції та переорієнтувати свою грошово-кредитну політику, згідно з вимогами Європейського центрального банку, на цінову стабільність).

Сьогодні у фахових колах триває дискусія з питання: якою мірою грошово-кредитна політика загалом та інфляційне таргетування зокрема сприяли пом'якшенню кризи та локалізації її наслідків. Чи не стала передкризова грошово-кредитна політика через помилковість окремих її заходів, навпаки, проциклічним чинником?

З точки зору економістів кейнсіанського напрямку, ортодоксальна ринкова парадигма в теорії та неоліберальна економічна політика на практиці зробили грошово-кредитні заходи центральних банків низькоєфективним інструментом державного регулювання, а інфляційне таргетування як стратегія грошово-кредитної політики являє собою лише данину моді монетаризму [2, 7; 3, 5–6]. Економічні збурення останніх років відновлюють інтерес до теорії Дж. Кейнса та його антикризових рецептів [4, 158].

Послідовні прихильники неокласичного напрямку стверджують, що фінансова криза виявилася б значно глибшою за відсутності адаптаційних механізмів ринкового саморегулювання, здатних абсорбувати зовнішні шоки. Колишній голова Федеральної резервної системи США А. Грінспен зазначає, що всеохоплююче регулювання лише душить ентузіазм шукачів прибуткових ринкових ніш, а кращим регулятором ринку є взаємний контроль його суб'єктів [1, 353–354]. У відповідь на закиди щодо проциклічності грошово-кредитної політики Л. Свенссон (Швеція) стверджує, що причиною кризи була не «м'яка» грошово-кредитна політика, а прорахунки в регулюванні фінансового ринку та нагляді за системними ризиками, що виникали, в поєднанні з іншими обставинами [9]. На його думку, інфляційне таргетування залишається передовою практикою проведення грошово-кредитної політики в докризовий, кризовий і післякризовий періоди. Професор Колумбійського університету М. Вудфорд (США) підкреслює позитивний факт, що під час нинішньої кризи не відбулося різких коливань цінової динаміки, порівнюючи теперішню цінову ситуацію з кризою 1929–1933 рр., коли у США спостерігалася 25-відсоткова дефляція, та кризою 1973–1975 рр., під час якої було розкрито спіраль стагфляції з високою ціновою динамікою на тлі глибокої рецесії реального сектору [10]. Середньострокові інфляційні очікування, усталені завдяки запровадженню в багатьох країнах режиму інфляційного таргетування, одночасно сприяли стабілізації реальної економіки.

Невирішені частини проблеми. Переосмислення засадничих принципів теорії державного регулювання економіки через вплив світової кризи змусило

політиків звернутись до переоцінки панівної ліберальної доктрини економічної структури, у тому числі й до відродження сумнівів щодо основних орієнтирів грошово-кредитної політики, насамперед досягнення цінової стабільності як провідного і по суті єдиного орієнтиру й зобов'язання діяльності центрального банку. Отже, чи підтвердила практика як вищий критерій істинності теоретичних побудов переваги стратегії інфляційного таргетування над іншими варіантами організації проведення монетарної політики під час непростих випробувань кризою?

Метою дослідження є вивчення динаміки ключових макроекономічних показників під час кризи в країнах, що оголосили інфляційне таргетування (ІТ) провідним режимом власної грошово-кредитної політики, для з'ясування ефективності її протидії кризовим процесам у національних і глобальній економічних системах.

Основні результати дослідження. Виявлення пускових механізмів недавньої світової кризи та з'ясування ролі її монетарних чинників потребує попереднього встановлення характеру кризових явищ, що спостерігалися на межах макрорівні. Проаналізувавши щорічну динаміку реального ВВП та змін середнього рівня інфляції упродовж докризових і кризових років у 28 країнах, що проголосили режим інфляційного таргетування, слід зазначити, що насамперед сучасна криза має світовий характер, оскільки всі країни – таргетери інфляції відчували на собі дію кризових чинників і в результаті скоротили або уповільнили зростання обсягів національного виробництва. Зазначені країни належать до різних регіонів світу та різних груп за рівнем доходу на одну особу, тому можна вважати певним чином представленими серед 28 країн основні складові світової економіки. Так, річні темпи приросту світового ВВП, обчисленого в ринкових цінах на основі постійних курсів місцевих валют, за даними Світового банку, становили у 2007 р. 4,0%, знизившись у 2008 р. до 1,5% і досягнувши дна в -2,3% у 2009 р. [6]. Наступний 2010 р. засвідчив піднесення світового ВВП з темпом 4,2% [6].

Другою типовою рисою нинішньої кризи стала синхронність ділового циклу, тобто майже одночасна рецесія в різних групах країн з чітким уповільненням економічної динаміки в 2008 р. та явним спадом виробництва у 2009 р., про що свідчать наведені вище дані Світового банку. Понижувальну динаміку ВВП упродовж 2007–2009 рр. також продемонстрували всі країни, що сповідують режим інфляційного таргетування, крім Угорщини, де стагнація почалась ще з 2007 р., Перу, Румунії та Гани, у яких 2008 р. виявився більш динамічним, ніж попередній (табл. 1).

Глибина кризових явищ у формі згорання кінцевого виробництва більшою мірою відповідала особливостям відтворення у певних групах країн, ніж досвіду чи послідовності таргетування інфляції центральними банками. Так, найглибшим виявився спад у Вірменії, яка приєдналась до групи країн – таргетерів інфляції у 2006 р. і демонструвала значну амплітуду коливань ВВП – від +13,7% у 2007 р. до -14,2% у 2009 році. Відчутним було скорочення ВВП з його від'ємною динамікою в європейських країнах. Зокрема, в Румунії воно становило -7,1%, Ісландії -6,9%, Угорщині -6,7%, в решті країн було меншим, а в Польщі взагалі до зниження обсягу реального ВВП справа не дійшла (табл. 1).

Таблиця 1. Темпи інфляції та реального ВВП в країнах, що запровадили режим інфляційного таргетування, %*

Країни**	Цільовий рівень інфляції у 2009 р.	Фактичний середній рівень інфляції			Темп приросту реального ВВП		
		2007 р.	2008 р.	2009 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.
Нова Зеландія	1 - 3	2,4	4,0	2,1	2,8	-0,1	-2,0
Канада	2 + /-1	2,1	2,4	0,3	2,2	0,7	-2,8
Велика Британія	2 + /-1	2,3	3,6	2,1	2,7	-0,1	-4,9
Швеція	2 + /-1	1,7	3,3	2,0	3,3	-0,6	-5,3
Австралія	2 - 3	2,3	4,4	1,8	4,6	2,6	1,4
Чеська Республіка	3 + /-1	2,9	6,3	1,0	6,1	2,5	-4,1
Ізраїль	2 + /-1	0,5	4,6	3,3	5,5	4,0	0,8
Польща	2,5 + /-1	2,5	4,2	3,5	6,8	5,1	1,6
Бразилія	4,5 + /-2	3,6	5,7	4,9	6,1	5,2	-0,6
Чилі	3 + /-1	4,4	8,7	1,7	4,6	3,7	-1,7
Колумбія	2 - 4	5,5	7,0	4,2	6,9	3,5	1,5
ПАР	3 - 6	7,1	1,5	7,1	5,6	3,6	-1,7
Таїланд	0,5 - 3	2,2	5,5	-0,8	5,0	2,6	-2,4
Південна Корея	3 + /-1	2,5	4,7	2,8	5,1	2,3	0,3
Мексика	3 + /-1	4,0	5,1	5,3	3,2	1,2	-6,2
Ісландія	2,5 + /-1,5	5,0	12,4	12,0	6,0	1,4	-6,9
Норвегія	2,5 + /-1	0,7	3,8	2,2	2,7	0,7	-1,7
Угорщина	3 + /-1	7,9	6,1	4,2	0,8	0,8	-6,9
Перу	2 + /-1	1,8	5,8	2,9	8,9	9,8	0,9
Філіппіни	4,5 + /-1	2,8	9,3	3,2	6,6	4,2	1,1
Гватемала	5 + /-1	6,8	11,4	1,9	6,3	3,3	0,5
Індонезія	4 - 6	6,0	9,8	4,8	6,3	6,0	4,6
Румунія	3,5 + /-1	4,8	7,8	5,6	6,3	7,3	-7,1
Туреччина	6,5 + /-1	8,8	10,4	6,3	4,7	1,7	-4,8
Сербія	4 - 8	6,3	12,4	8,1	5,4	3,8	-3,5
Вірменія	4,5 + /-1,5	4,6	9,0	3,5	13,7	6,9	-14,2
Гаїана	14,5 + /-1	10,7	16,5	19,3	6,5	8,4	4,0
Албанія	3 + /-1	2,9	3,4	2,2	5,9	7,5	3,3

* розроблено за [5; 6; 8].

** Тут і далі країни наведено в порядку запровадження ними інфляційного таргетування.

Дещо м'якшою виявилась рецесія в країнах Латинської Америки, де істотно постраждала лише економіка Мексики (-6,2%), досить тісно інтегрована в охоплений кризою північноамериканський ринок США і Канади. У країнах Південно-Східної та Південної Азії відзначалося лише незначне уповільнення макроекономічної динаміки, яке, зрештою, не перейшло в область від'ємних значень.

Серед аналізованих країн виразно проявилась тенденція до певного співвідношення динаміки загального рівня цін та обсягу виробництва, яка описується кривою Філіпса: в короткостроковому періоді існує обернена залежність між темпами інфляції та рівнем безробіття. В інтерпретації монетаризму – це пряма залежність між перевищенням фактичного темпу інфляції над очікуваним, з одного боку, та розривом ВВП – з іншого боку. У більшості досліджуваних країн фактичний показник інфляції перебував у нижній частині цільового діапазону або взагалі опускався за нижню межу (середнє значення цільового діапазону інфляції можна з певною мірою умовності прийняти за її очікуваний показник). У підсумку між потенційним і фактичним приростом ВВП утворився рецесійний розрив, що виразився у низьких додатних або взагалі від'ємних темпах приросту річного реального ВВП. Винятком став Ізраїль,

де фактична інфляція у 3,3% перевищила верхнє значення цільового діапазону в 3%, а також Сербія з перевищенням верхньої межі цільової інфляції на 0,1 в.п., Колумбія і Угорщина – на 0,2 в.п., ПАР і Румунія – на 1,1 в.п., Мексика – на 1,3 в.п., Гана – на 3,8 в.п., Ісландія – на 8,0 в.п. Варто зауважити, що у трьох останніх країн з різним рівнем інтенсивності виявились ознаки стагфляційного процесу, що особливо гостро вразив економіку Ісландії.

Загалом, у кризовому 2009 р. дотримали таргетованого рівня інфляції 12 країн з 28, тоді як перевищили його 9 країн, а 7 – мали інфляцію, нижчу за цільовий діапазон (рис. 1).

Країни з інфляцією в межах цільового діапазону	Нова Зеландія Велика Британія Швеція Польща Бразилія Південна Корея Норвегія Перу Індонезія Туреччина Бірма Албанія
Країни з інфляцією, вищою за цільовий діапазон	Ізраїль Колумбія Південна Африка Мексика Ісландія Угорщина Румунія Сербія Гана
Країни з інфляцією, нижчою за цільовий діапазон	Канада Австралія Чеська Республіка Чилі Таїланд Філіппіни Гватемала

Рис. 1. Групування країн за ступенем дотримання цільового значення інфляції у 2009 р., розроблено за [6; 8]

Проте набагато важливішим результатом застосування режиму інфляційного таргетування є його адаптивні можливості до шоків різної потужності. Якщо минула практика підтвердила здатність ІТ нівелювати незначні зовнішні шоки, утримуючи при цьому інфляцію на орієнтовному рівні за рахунок волатильності обмінного курсу національної валюти, то стійкість даного режиму до потужних турбуленцій на зразок «чорних лебедів» залишається проблемною. Теза прихильників таргетування про те, що більшості з 28 країн вдалося застосувати так звану гнучку модель ІТ, за якої, поряд з регулюванням інфляції, була відповідним чином підтримана також ділова активність у реальному секторі, потребує фактичного підтвердження [9]. Виходячи з даних табл. 2, можна констатувати, що явної закономірності збереження додатних темпів приросту реального ВВП за дотримання орієнтовного показника інфляції не спостерігається. Із загальної кількості таргетерів інфляції 11 країн (або 39,3%) не змістились у зону від'ємних значень приросту ВВП, серед яких лише 5 країн

(41,7%) належать до числа послідовних провідників ІТ. У групі країн, що перевищили таргетований рівень інфляції, 3 країни з 9 (33,3%), а в групі з ознаками дефляції – 3 країни з 7 (42,9%) спромоглись уникнути спаду. Отже, очевидних переваг у протистоянні кризовим явищам країни, що послідовно реалізували стратегію ІТ, не отримали.

Таблиця 2. Кількість країн за динамікою реального ВВП у 2009 р. за ступенем дотримання інфляційного таргету*

Групи країн	Загальна кількість	З додатним приростом ВВП	У т.ч. з потенційним ВВП**	З від'ємним приростом ВВП
Країни, що дотримали інфляційного таргету	12	5	1	7
Країни, що перевищили інфляційний таргет	9	3	2	6
Країни з фактичною інфляцією, нижчою за таргет	7	3	0	4
Разом	28	11	3	17

* розроблено за [6; 8].

** Під потенційним ВВП тут прийнято середній за останні 10 років темп приросту реального ВВП (+) його відхилення на 1 відсотковий пункт.

Таблиця 3. Динаміка реального ВВП в країнах – таргетерах інфляції порівняно з відповідними дохідними групами у 2009 р.*

Групи країн з рівнем доходу на одну особу	Середній приріст реального ВВП, %	Країни	Вище (+) чи нижче (-) за середній темп в групі
Низький	4,7	-	-
Нижче за середній	5,4	Філіппіни	-
		Гватемала	-
		Індонезія	-
		Вірменія	-
		Гана	-
Вище за середній	1,9	Бразилія	-
		Чилі	-
		Колумбія	-
		Південна Африка	-
		Таїланд	-
		Мексика	-
		Перу	-
		Румунія	-
		Туреччина	-
		Сербія	-
Албанія	+		
Високий	-3,9	Нова Зеландія	+
		Канада	+
		Велика Британія	-
		Швеція	-
		Австралія	+
		Чеська Республіка	+
		Ізраїль	-
		Польща	+
		Південна Корея	+
		Ісландія	-
		Норвегія	+
Угорщина	-		

* розроблено за [6].

Оскільки динаміка реального ВВП відчутно неоднакова в різних групах країн світу, згрупованих за найрізноманітнішими ознаками, то для їх оціню-

вання в контексті інфляційних змін скористаємося класифікацією країн за рівнем доходу на одну особу. Відповідно до градації Світового банку за обсягом валового національного доходу на одну особу, країни поділяються на 4 групи – з низьким доходом, доходом, нижчим за середній, доходом, вищим за середній, і високим доходом. Одразу зазначимо певний ступінь умовності такого поділу через проблему адекватного визначення курсів національних валют за паритетом купівельної спроможності, які використовуються при перерахунку ВВП. Проте для завдань виявлення впливу ІТ на темпи зростання економіки ця проблема вирішальної ролі не відіграє.

Результати порівняння темпів зростання в різних дохідних групах свідчать не на користь стратегії ІТ (табл. 3). Усі країни другої групи та майже всі країни третьої групи не досягли середньогрупового показника динаміки реального ВВП. Позитивними можна визнати лише результати порівняння у групі розвинутих країн, що мають високий середньодушовий дохід.

Висновки. У результаті проведеного аналізу з'ясовано, що середньострокова стратегія грошово-кредитної політики (інфляційне таргетування) виявилась недостатньо дієвою у протистоянні глибоким потрясінням економіки. Якщо низка досліджень попереднього періоду довели здатність ІТ нівелювати незначні за амплітудою зовнішні шоки, то в умовах глибокої синхронної світової рецесії регулювання відсоткових ставок внутрішнього грошово-кредитного ринку виявляється, очевидно, недостатнім для пом'якшення наслідків впливу різких коливань економіки. Ті країни – таргетери інфляції, що належать до груп з доходом, нижчим та вищим за середній рівень, мали глибокий спад, ніж інші країни даної групи. Про певну дієвість інфляційного таргетування у складі національної моделі регулювання економіки можна стверджувати лише щодо країн з високим доходом на одну особу. Здебільшого це розвинуті країни, які, незважаючи на докризове застосування ліберальних механізмів регулювання і часто відмовившись від них під час кризи, використали в умовах загрози економічній стабільності більш результативні монетарні засоби протидії кризі – широке рефінансування комерційних банків і сприяння їх докапіталізації, емісійну підтримку центральним банком урядових видатків у контексті експансійної фіскальної й підтримуючої боргової політики.

1. Гринспен А. Эпоха потрясений: проблемы и перспективы мировой финансовой системы / Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Сколково, 2010. – 551 с.

2. Кораблін С. Криза жанру // Дзеркало тижня. – 2012. – №15. – С. 7.

3. Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса. – М.: Эксмо, 2011. – 512 с.

4. De Grauwe, P. (2010). The Return of Keynes. *International Finance*, 13(1): 157–163.

5. IMF Data Base / International Monetary Fund // www.imf.org.

6. Indicators Data / World Bank Group // data.worldbank.org.

7. Mukherjee, S., Bhattacharya, R. (2011). Inflation Targeting and Monetary Policy Transmission Mechanisms in Emerging Market Economies. *International Monetary Fund, Working Papers*, No 11. 27 p.

8. Roger, S. (2010). Inflation Targeting Turns 20. *Finance & Development*, 47(1): 46–51.

9. Svensson, L. (2010). Inflation targeting after the financial crisis. *BIS Review*, No. 16 // www.bis.org.

10. Woodford, M. (2010). Inflation Targeting and Financial Stability. Presentation at the Conference "The Future of Monetary Policy", EIEF, Rome, September 30, 2010 // www.columbia.edu.

Стаття надійшла до редакції 8.06.2012.