

## АНАЛІЗ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

### ANALYSIS OF TRANSFORMATIONAL PROCESSES OF MONETARY POLICY IN UKRAINE

*У статті розглянуто трансформаційні процеси грошово-кредитної політики України: перехід до режиму інфляційного таргетування. Досліджено проблематику та особливості встановлення режиму інфляційного таргетування в Україні. Визначено вплив на зміну монетарного режиму становища на зовнішньоекономічних ринках. Проведено аналіз взаємозв'язку волатильності та рівня інфляції. Встановлено чинники ефективності інфляційного таргетування.*

**Ключові слова:** інфляція, таргетування, центральний банк, грошово-кредитна політика, монетарний режим, стратегія, індекс цін, економічне зростання, валютний курс.

*В статье рассмотрены трансформационные процессы денежно-кредитной политики Украины: переход к режиму инфляционного таргетирования. Исследованы проблема и особенности установления режима инфляционного таргетирования в Украине. Определено влияние на изменение монетарного режима положения на внешнеэкономических*

*рынках. Проведен анализ взаимосвязи волатильности и уровня инфляции. Установлены факторы эффективности инфляционного таргетирования.*

**Ключевые слова:** инфляция, таргетирование, центральный банк, денежно-кредитная политика, монетарный режим, стратегия, индекс цен, экономический рост, валютный курс.

*The article deals with the transformational processes of the monetary policy of Ukraine: the transformation to the inflation targeting policy. The problems and peculiarities of the establishment of the inflation targeting policy in Ukraine are investigated. The influence on the change of the monetary policy of the situation on the foreign economic markets is determined. The correlation between volatility and the inflation rate is analyzed. The factors of efficiency of inflation targeting are established.*

**Key words:** inflation, targeting, central bank, monetary policy, strategy, price index, economic growth, exchange rate.

УДК 336.71.078.3

**Негрей М.В.**

к.е.н., доцент кафедри економічної кібернетики  
Національний університет біоресурсів і природокористування України

**Кучебо О.С.**

студент  
Національний університет біоресурсів і природокористування України

**Постановка проблеми.** До 2015 року грошово-кредитна політика в Україні характеризувалася режимом монетарного таргетування. Та через різке пришвидшення темпів інфляції протягом останніх кількох років виникла нагальна потреба зміні стратегії грошово-кредитної політики. Неможливість використання обмінного курсу як основного інструменту регулювання та необхідність швидкої дезінфляції сприяли трансформаційним процесам запровадження режиму інфляційного таргетування.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню процесу інфляційного таргетування присвячені праці Е. Халдейн, Е. Докле, В. Базилевича, В. Міщенко, П. Ільчук та багатьох інших вітчизняних та зарубіжних вчених. Незважаючи на достатній рівень висвітлення проблеми інфляційного таргетування, питання впровадження таргетування інфляції в Україні та дослідження можливих його наслідків потребує детального дослідження.

**Постановка завдання.** Метою дослідження є узагальнення методологічних підходів до аналізу процесу інфляційного таргетування в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** На сьогодні вчені дають різні визначення поняття інфляційного таргетування (ІТ). О. Петрик зазначає, що ІТ – це такий монетарний режим, яким установлюється однозначний пріоритет інфляції перед будь-якими іншими цілями ГКП (у тому числі перед курсовими), а також підвищена відповідальність органів грошово-кредитного регулювання за досягнення інфляційних цілей [7].

На думку В. Мазуренко, ІТ – це концепція монетарної політики, якою передбачено наявність трьох основних елементів: законодавчого закріплення цінової стабільності як прямої цілі монетарної політики в довгостроковій перспективі; офіційного оголошення центральним банком кількісних цільових показників інфляції на визначений часовий період та відповідальності за їх дотримання; роз'яснення дій органів монетарної влади громадськості, забезпечення прозорості політики уряду й центрального банку [5, с. 99-103].

З точки зору НБУ сутність режиму ІТ полягає у публічному оголошенні кількісних цілей з інфляції та зобов'язанні центрального банку досягати цих цілей протягом середньострокового періоду – 1-3 роки. Основним інструментом за даного режиму є облікова процентна ставка. Змінюючи ставки за грошово-кредитними операціями з банками, центральний банк впливає на умови, за якими банки укладають угоди на грошовому ринку, і, таким чином, і на обмінний курс гривні та ціни інших фінансових активів. У кінцевому підсумку за допомогою зміни процентної ставки центральний банк опосередковано впливає на такі макроекономічні показники, як ВВП та інфляція [6].

Е. Халдейн описує основні проблеми формування структури монетарного режиму, які зводяться до вирішення наступних питань [6]:

- 1) на якому рівні встановити цілі інфляції?
- 2) на якому часовому горизонті?
- 3) чи варто надавати перевагу ціновому рівню чи інфляційному таргету?

4) яка оптимальна ширина коридору інфляційного таргету?

5) до яких потрясінь потрібно буде пристосовуватись?

6) чи повинні бути опубліковані прогнози інфляції та інша внутрішня інформація?

7) чи варто таргетувати реальні, а також номінальні величини?

По суті, запровадження оптимальної схеми таргетування зводиться до визначення 3 ключових факторів:

1) оптимального рівня інфляційного таргету;

2) горизонту, на який слід встановлювати рівень інфляції;

3) передбаченні наслідків від «прозорої» діяльності центрального банку.

Вирішення цих трьох питань і є проблемами запровадження режиму ІТ. Це добре видно із загальної форми правила зворотного зв'язку від таргетування інфляції:

$$\Delta i_t = \gamma(E_t \pi_{t+j} - \pi^*),$$

де  $i_t$  – номінальна процентна ставка,  $\gamma$  – коефіцієнт позитивного зворотного зв'язку,  $E_t$  – оператор очікувань, залежить від інформації за час  $t$  і раніше,  $\pi_{t+j}$  – інфляція за час  $t+j$ ,  $j$  – горизонт таргетування,  $\pi^*$  – інфляційний таргет (цільовий рівень інфляції).

Застосування зазначеного рівняння може викликати певні труднощі, це виявляється у наступних важливих аспектах. По-перше, необхідно зробити вибір щодо  $\pi^*$  – оптимального рівня цільової інфляції (фактор 1). По-друге, необхідно визначити горизонт таргетування – значення  $j$  у змінній зворотного зв'язку  $\pi_{t+j}$  (фактор 2). І, по-третє, основне питання у тому, до чого призведе  $E_t$  – необхідність певного ступеня прозорості для забезпечення правила зворотного зв'язку (фактор 3) [1].

В Україні до застосування режиму інфляційного таргетування Національний банк перейшов на початку 2016 року. До цього тривала підготовча робота зі створення всіх критично необхідних передумов для його запровадження. На першому етапі (до 2015 року) були створені технічні передумови, зокрема, побудовано макроекономічні моделі, розроблено квартальний прогнозний цикл. На другому етапі (у першій половині 2015 року) були створені інституційні передумови, у тому числі забезпечена незалежність Національного банку у використанні інструментів для досягнення своєї цілі, усунене фіскальне домінування, змінений процес прийняття рішень з монетарної політики. З другої половини 2015 року тривав третій етап – впровадження всіх ключових елементів ІТ [6].

Хоча такі заходи мали значу ефективність, фактичний рівень інфляції відрізняється від початкового прогнозу НБУ (рис. 1), що негативно впливає на рівень довіри до центрального банку.

За поточними даними у 2017 році інфляція в Україні становить 12,2 %, попри прогноз НБУ – 8%. Після 2018 року очікується інфляція на рівні 7,3 %. На 2019 рік прогноз залишається незмінним – 5% [4].

Для досягнення цілей щодо інфляції необхідні:

– проведення політики, що відповідає інфляційним цілям;

– згладжування надмірних коливань обмінного курсу;

– спрямування монетарної політики винятково на забезпечення цінової стабільності, відсутність фіскального домінування;

– приведення адміністративно регульованих цін до ринково обґрунтованих рівнів, підвищення цін відповідно до встановленого рівня [5].

Розвиток і зростання економіки будь-якої країни можливе тільки в умовах стабільно низького рівня інфляції. Саме тому забезпечення стабільності цін є головним завданням НБУ. Виконання цього завдання забезпечується шляхом застосування заходів, які запобігають значному і непередбачуваному коливанню рівня інфляції та дозволяють звузити його коридору волатильності.

Аналіз статистичних даних за 2005-2017 роки (рис. 2) дає підстави зробити висновок про те, що різкий ріст/спад інфляції негативно відображається і на самому її рівні. Неконтрольованість інфляційних процесів чинить значний негативний вплив на економіку загалом. Тому доцільним є проведення заходів щодо згладжування різких коливань рівня інфляції, що дозволить отримати більш точні прогнози на середньострокову перспективу для встановлення таргету і забезпечить встановлення певної стабільності національної грошової одиниці.



Рис. 1. Цілі монетарної політики НБУ

Джерело: Побудовано авторами на основі даних Держкомстату [8]

Результати побудови регресійної моделі дозволяють припустити, що близько 20% зміни середнього рівня інфляції пояснюється її коливанням.

При виборі монетарного режиму слід звернути увагу на вразливість національної економічної ситуації до зовнішньоекономічних процесів. В умовах доларизованої економіки та чутливості України до стану світових ринків для уникнення неконтрольованих ризиків, пов'язаних з обмінним курсом, крім регулювання інфляції, необхідно провести комплекс заходів щодо валютного контролю і регулювання. Зважаючи на несприятливу зовнішньоекономічну кон'юнктуру та складність доступу до світових фінансових ринків, нарощування чистих міжнародних резервів має розглядатися, як окреме завдання підвищеної уваги не лише у 2017 році, але й у середньостроковій перспективі. Достатній рівень міжнародних резервів слугуватиме стабілізуючим захисним механізмом фінансової системи та економіки держави для нівелювання впливу зовнішніх шоків.[5]

Одним з основних чинників валютних ризиків в Україні є розмір зовнішнього боргу та валютних резервів. При аналізі приросту резервів та рівня інфляції можна чітко побачити залежність цих показників (рис. 3). Значний вплив міжнародної економіки на ситуацію в країні характерний для країн з досить високими темпами інфляції, до яких належить і Україна.

Дослідження британського вченого Е. Халдейна показало, що інфляційне таргетування не однаково ефективно для країн з різним рівнем розвитку. Зокрема, вчений провів аналіз зв'язку між приростом валютних резервів та зростанням рівня ВВП [1, с. 74-112]. Д. Вавра зазначає, що на 2013 р. 24 із 25 країн з ринками, що формуються, застосовували ІТ з частими валютними інтервенціями, і лише одна реалізувала режим чистого ІТ [2]. Всі вищезазначені чинники наводять на думку, що Україні доцільно застосовувати не чисте інфляційне таргетування, а гнучке ІТ з управлінням рівнем валютного курсу.

У дослідженні [3] М. Макаренко стверджує, що інфляційне таргетування виявило себе позитивно лише у високорозвинених країнах із високим рівнем доходу на одну особу. У країнах з низьким рівнем інфляції (< 8%) зі зростанням обсягу валютних резервів спостерігається приріст ВВП. Проте, у країнах, де рівень інфляції досить високий (>15%), збільшення обсягу резервів призводить до зниження обсягу ВВП.

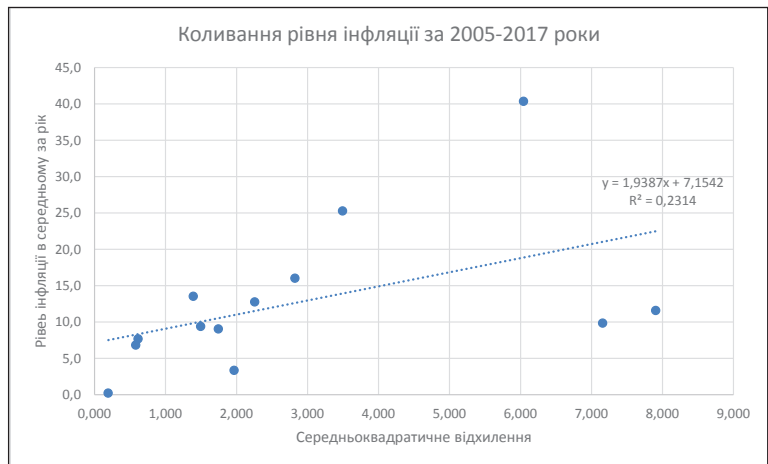


Рис. 2. Аналіз коливань рівня інфляції

Джерело: Побудовано за даними Мінфін [2]

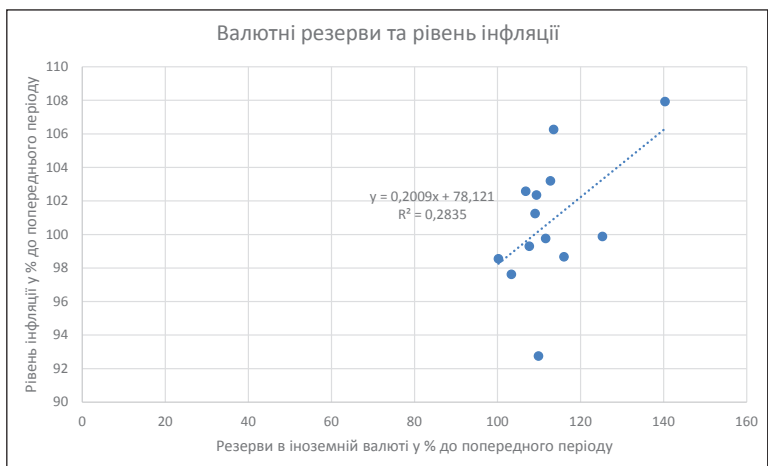


Рис. 3. Валютні резерви та рівень інфляції

Джерело: Розраховано авторами за даними НБУ [6]

Вчені Т. Богдан та О. Шпенюк вважають, що надмірний контроль над обмінним курсом може призвести до нестабільності відсоткових ставок і, як наслідок, випуску. Також існує ризик неадекватної оцінки причин шоків обмінного курсу і подальшого неправильного його коригування, що може призвести до погіршення економічної ситуації [9]. Однак, контроль курсу з боку влади деякою мірою все ж таки необхідний, тільки його необхідно здійснювати з урахуванням принципів обачності, що передбачені фінансовою програмою EFF (Extended Fund Facility, EFF) Міжнародного валютного фонду.

На ефективність ІТ в Україні суттєво негативно впливають такі чинники:

1) значний рівень доларизації економіки в Україні. Це призводить до зниження ефективності регулювання НБУ через обмеження його впливу на іноземну валюту. Також цей фактор суттєво впливає на рівень інфляції та її варіацію: в країнах з високою доларизацією економіки рівень інфляції та її волатильність є значно вищими, ніж в країнах з низькою доларизацією;

2) зростання зовнішньоекономічного боргу України. Валовий зовнішній борг України на кінець першого півріччя поточного року перевищив 240% експорту при максимально допустимому значенні в 200% [9]. Через неефективну політику уряду зросло боргове навантаження на Україну, що призвело до підвищення інфляційних очікувань в країні;

3) значне скорочення обсягу резервів в іноземній валюті. Міжнародні резерви України станом на вересень 2017 р. становили 18 млрд дол., що лише трохи перевищує половину мінімально необхідного розміру резервів за останніми настановами МВФ.

**Висновки з проведеного дослідження.** Встановлення інфляційного таргету є досить складним і трудомістким процесом та характеризується значною невизначеністю інформації. Тому точне його значення визначити неможливо. Оптимальним значенням інфляційного таргету для України вважають  $5 \pm 2\%$ . Зважаючи на вище перераховані чинники, досягнення такого рівня інфляції досить складне завдання для Національного банку, яке необхідно виконувати поступово протягом найближчих років. Реалізація комплексу заходів, спрямованих на подолання вищезазначених проблем, сприятиме подоланню опору при впровадженні ІТ в Україні та дозволить підвищити ефективність впливу інфляційного таргетування на економічний стан загалом.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Haldane A. G. Designing inflation targets. Monetary policy and inflation targeting / Haldane Andrew G. – Sydney: Reserve Bank of Australia. – 1997. – P. 74-112.

2. Vavra D. Inflation Targeting and Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets / Vavra D. – Mimeo. – Ceska Narodni Banka. – 2014.

3. Богдан Т. Таргетування стабільності / Т. Богдан, О. Шпенюк / Дзеркало тижня. – 2016. – № 1124. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://dt.ua/macrolevel/targetuvannya-stabilnosti-.html>

4. Индекс инфляции (Украина) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://index.minfin.com.ua/index/infl/>

5. Мазуренко В. Таргетування інфляції як оптимальний інструмент грошово-кредитної політики в контексті теорії раціональних сподівань / В. Мазуренко, С. Шаповал / Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2012. – № 38/39. – С. 99-103.

6. Макаренко М. І. Інфляційне таргетування і макроекономічна динаміка: посткризовий аналіз / М. І. Макаренко / Актуальні проблеми економіки. – 2012. – № 11. – С. 73-79.

7. НБУ погіршив прогноз інфляції в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua.korrespondent.net/business/economics/3900224-nbu-pohirshyv-prohnoz-infliatsii-v-ukraini>

8. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>

9. Петрик О. І. Незалежність центрального банку як ключова передумова успішної реалізації режиму інфляційного таргетування [Електронний ресурс] / О. І. Петрик, К. К. Мельник // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. – 2009. – Вип. 26. – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/Portal/soc\\_gum/pprbsu/texts/2009\\_26/26.1.13.pdf](http://www.nbu.gov.ua/Portal/soc_gum/pprbsu/texts/2009_26/26.1.13.pdf)

10. Публікації Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

11. Режим інфляційного таргетування / Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=85391](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85391)