

ПРОБЛЕМИ ЗМІСТУ І МЕТОДИКИ ВИКЛАДАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ТЕОРІЇ

Макроекономіка. Підручник

А.А.Гриценко, чл.-кор. НАН України

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Т.О.Кричевська, канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

Тема 14. ЦІЛІ ТА СТРАТЕГІЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

14.1. Система цілеутворення та стратегія грошово-кредитної політики.

14.2 Особливості цільового спрямування грошово-кредитної політики в Україні.

Література

1. *Геєць В.* Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи // *Економіка України.* – 2009. – № 2. – С. 5–23.
2. *Геєць В.М.* Формування і розвиток фінансової кризи 2008–2009 років в Україні // *Економіка України.* – 2010. – № 4. – С. 5–15.
3. *Гриценко А.А.* Развитие форм обмена, стоимости и денег. – К. : Основа, 2005. – 192 с.
4. *Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І.* Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наукова доповідь / Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2008. – 272 с.
5. *Гриценко А.А., Кричевська Т.О.* Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків // *Вісник Національного банку України.* – 2005. – № 11. – С. 8–18.
6. *Гриценко А.А., Кричевська Т.О.* Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття друга. Архітектоніка монетарних стратегій і зарубіжний досвід їх формування та застосування // *Вісник Національного банку України.* – 2006. – № 2. – С. 8–19.
7. *Мишкін Ф.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
8. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін ; за ред. *В.С. Стельмаха.* – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
9. *Радіонова І., Бурлай Т., Алімпієв Є.* Макроекономіка-2 : навч. посіб. – Київ-Кам'янець-Подільський : Аксіома, 2010. – 424 с.
10. *Abel, A., Bernanke B., Croushore D.* Macroeconomics. – Boston : Addison-Wesley, Pearson Education. – 6th ed., 2008. – 672 p.
11. *Bofinger P.* Monetary policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments. – Oxford : Oxford University Press, 2001. – 454 p.

14.1. Система цілей та стратегія грошово-кредитної політики

В темі 13 було показано, що на сучасному етапі визнається існування тісного зв'язку між кількістю грошей і рівнем цін, а також зв'язку між кількістю грошей та реальними економічними змінними в короткостроковому періоді. Із цього випливає можливість і доцільність проведення державної політики, що має на меті досягнення певних макроекономічних ці-

лей шляхом впливу на параметри грошового ринку. Розглядаючи пропозицію грошей в темі 11, ми побачили, що її суб'єктами є центральний банк, наділений монополією на емісію готівки і функцією кредитора останньої надії, та система комерційних банків, здатна змінювати пропозицію грошей в процесі мультиплікації депозитів. Із цього випливає, що проведення такої політики ускладнюється: окрім розроблення механізмів впливу змін кількості грошей на економічні змінні, потрібно розробляти ще й механізми впливу на кількість грошей.

З огляду на це грошово-кредитна політика має досить складну систему цілей, що включає *операційні цілі* (або орієнтири), *проміжні цілі* (або орієнтири) та *кінцеві* або *стратегічні цілі*.

Відповідно в устрої або системі грошово-кредитної політики можна виділити *стратегічний і тактичний рівні*. *Стратегічний рівень* охоплює рішення з приводу вибору стратегічних цілей (як відомо з попередніх лекцій, це завдання непросте, оскільки одночасне досягнення ряду цілей неможливе, доводиться робити вибір – формально чи неявно мінімізувати певну макроекономічну функцію втрат або максимізувати певну функцію корисності) та вибір проміжних цілей. У темі 13, схематично зображуючи канали монетарної трансмісії, ми використовували лише одну змінну як проміжний орієнтир – грошову масу. Але на практиці постає не лише проблема вибору серед різних грошових агрегатів, але й вибору між кількісними і якісними (ціновими) параметрами грошового ринку та загалом вибору тих фінансових змінних, які за наявних структурних та інституційних особливостей економіки найбільш тісно пов'язані з кінцевими цілями.

Тактичний рівень (операційний механізм) грошово-кредитної політики охоплює прийняття рішень щодо операційних цілей, які матиме центральний банк, та інструментів, за допомогою яких центральний банк досягатиме бажаних рівнів чи динаміки операційних цілей.

На рис. 1. схематично представлено систему грошово-кредитної політики. Як бачимо, існує низка можливих кінцевих цілей, широкий спектр проміжних, при цьому одна й та сама змінна в різних системах може виступати у ролі як операційної, так і проміжної цілі. Наприклад, обмінний курс може бути операційною ціллю центрального банку, якщо той регулює його безпосередньо за допомогою інтервенцій (операцій купівлі-продажу) на валютному ринку, а може бути проміжною ціллю, якщо він змінюється під дією операцій центрального банку (наприклад, підвищення відсоткових ставок, що спричиняє приплив іноземного капіталу).

Кінцеві цілі грошово-кредитної політики

Грошово-кредитна політика, як і будь-який інший інструмент державного регулювання економіки, в кінцевому підсумку має сприяти досягненню стійких темпів економічного зростання, зростанню добробуту суспільства та оптимізації рівня зайнятості (в частині подолання циклічного безробіття). Втім, внутрішня природа цього інструменту, те, що вона пов'язана з управлінням грошима, обумовлює існування специфічної цілі грошово-кредитної політики – ефективного виконання грошима ролі представника вартості в обміні. Тому серед кінцевих цілей грошово-кредитної політики особливе місце посідає забезпечення стабільності грошової одиниці. Важливо визначитися з самим змістом поняття "стабільність грошової

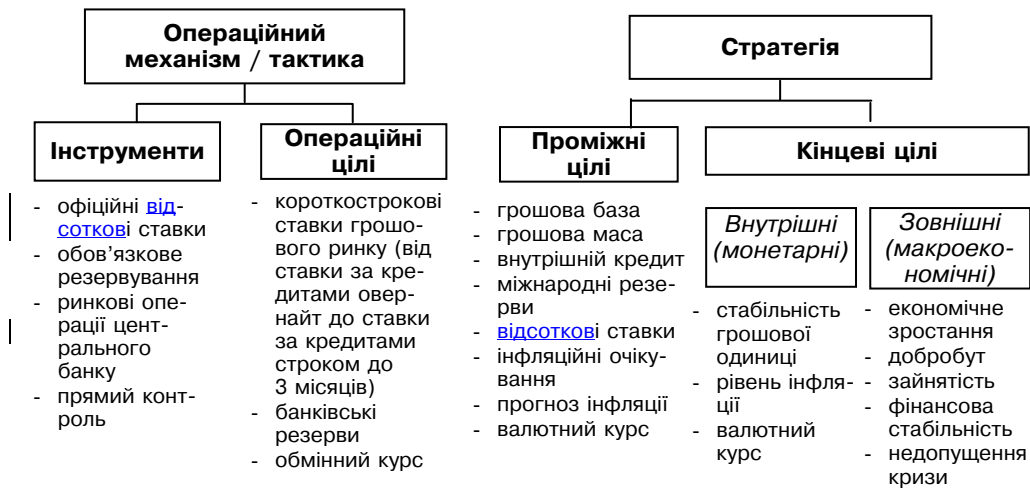


Рисунок 1. Система (устрій) грошово-кредитної політики

Джерело: побудовано з використанням Comparing monetary policy operating procedures across the United States, Japan and the euro area // BIS Papers. – 2001. – № 9. – С. 2.

одиниці". Безумовно, стабільність є відносною (динамічною) величиною. Абсолютної стабільності не існує. Йтися може лише про певні параметри змін, які визначають межі стабільності однієї економічної величини залежно від інших економічних змінних. З урахуванням цих обставин можна дати таке визначення стабільності грошової одиниці.

Стабільність грошової одиниці – це відносна незмінність вартості, яку представляє грошова одиниця в обігу і яка виражається у купівельній спроможності грошей. Оскільки на гроші можна купити товари, послуги та іноземну валюту, то у стабільності грошової одиниці можна розрізнити *внутрішню* і *зовнішню* складові. Інфляція характеризує внутрішню, а обмінний курс валюти – зовнішню складові стабільності (нестабільності). Ця відмінність відіграє дуже істотну роль у країнах з відкритою економікою і високим рівнем присутності іноземної валюти (доларизації).

Доцільно відрізнити і загальну нестабільність грошової одиниці від окремих її складових. Показник загальної нестабільності виражає узагальнений результат динаміки окремих її складових. Його можна розрахувати як середньозважену (за обсягами ВВП і торгівлі валютою на безготівковому валютному ринку) величину зміни дефлятора ВВП і офіційного обмінного курсу.

Можна також вимірювати нестабільність грошової одиниці для фізичних осіб. Вона може бути виражена як середньозважена (за роздрібним товарооборотом і обсягом торгівлі валютою на готівковому валютному ринку) величина зміни індексу споживчих цін і готівкового обмінного курсу.

У загальному вигляді формулу нестабільності грошової одиниці можна подати так:

$$N = \frac{i \cdot W + e \cdot C}{W + C},$$

де N – нестабільність грошової одиниці; i – показник зміни цін на товари і послуги; e – показник зміни обмінного курсу; W – загальна вартість товарів і послуг; C – обсяг продажу валюти.

Формула нестабільності має загальний характер і може бути ускладнена, конкретизована за допомогою введення нових складових, а може бути і спрощена шляхом абстрагування від певних процесів.

У табл. 1 наведено законодавчі формулювання основної цілі центрального банку у ряді країн. Переважно стабільність грошової одиниці розглядається як пріоритетна ціль, причому саме внутрішня її складова – цінова стабільність. Проте є й відмінні формулювання – у законодавстві США, Канади, Японії, Китаю, Росії, Білорусі.

Таблиця 1

Законодавче формулювання основної цілі центральних банків

Країна	Основна ціль центрального банку	
	Правовий акт	Формулювання
США	Закон "Про Федеральну резервну систему", розділ 2А – "Цілі монетарної політики", з доповненнями від 16 листопада 1977 р. та змінами 27 жовтня 1978 р., 23 серпня 1988 р. і 27 грудня 2000 р.	"Рада Керуючих Федеральної резервної системи і Федеральний комітет відкритого ринку повинні підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідають довгостроковому потенціалу зростання виробництва з метою ефективного сприяння цілям максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових відсоткових ставок"
Канада	Закон "Про Банк Канади", 1985 р. зі змінами	Преамбула. "Центральний банк Канади створюється з метою грошового та кредитного регулювання в інтересах економічного життя народу, контролю і захисту зовнішньої вартості національної грошової одиниці і пом'якшення впливу її коливань на загальний рівень виробництва, торгівлі, цін і зайнятості наскільки це можливо, виходячи з характеру монетарних дій, та в цілому сприяти економічному і фінансовому добробуту Канади"
Єврозона	Угода про Європейський Союз	Стаття 105 (1) "Первинною ціллю ЄСЦБ є підтримка цінової стабільності". "Без нанесення шкоди цілі ціновій стабільності ЄСЦБ підтримуватиме загальну економічну політику Співтовариства з метою досягнення цілей Співтовариства, визначених у статті 2". Стаття 2 визначає такі цілі Співтовариства: "Високий рівень зайнятості (...), стійке і неінфляційне зростання, високий рівень конкурентоспроможності і конвергенції економічного функціонування"
Велика Британія	Закон "Про Банк Англії", 1998 р.	Частина 1, стаття 2А "Ціллю Банку є сприяння захисту і посиленню стабільності фінансових систем Великої Британії ("ціль фінансової стабільності") У досягненні цілі фінансової стабільності Банк співпрацює з іншими відповідальними органами (включаючи Казначейство і Установу регулювання фінансових послуг)". Частина 2, стаття 11 "У сфері монетарної політики цілями Банку Англії є: 1) підтримка цінової стабільності; 2) відповідно до першої цілі підтримка економічної політики Уряду, включаючи його цілі щодо зростання і зайнятості"

Країна	Основна ціль центрального банку	
	Правовий акт	Формулювання
Швейцарія	Федеральний Закон про Швейцарський національний банк, 3 жовтня 2003 р.	Стаття 5. "Завдання" "Національний банк має забезпечувати цінову стабільність. Цим він робить свій внесок у розвиток економіки"
Австралія	Закон "Про Резервний банк Австралії", 1959 р.	Розділ 10. "Функції Ради Резервного банку" . "Обов'язком Ради Резервного банку в межах її повноважень є забезпечення спрямування монетарної і банківської політики Банку на максимізацію інтересів народу Австралії, а також забезпечення використання повноважень Банку, наданих цим та іншими законами, таким чином, що на думку Ради Банку найбільше сприяють: 1) стабільності валюти Австралії; 2) підтримці повної зайнятості в Австралії; 3) економічному процвітання і добробуту народу Австралії"
Японія	Закон "Про Банк Японії", 11 червня 1997 р.	Стаття 1. "Цілі" . "Ціллю Банку Японії як центрального банку Японії є випуск банкнот і здійснення валютного та монетарного контролю. Ціллю банку є забезпечувати безперервні грошові розрахунки між банками і іншими фінансовими інституціями, сприяючи таким чином стабільності фінансової системи". Стаття 2. "Принцип валютного і монетарного контролю" . "Валютний і монетарний контроль спрямовується через забезпечення цінової стабільності на сприяння стійкому розвитку національної економіки"
Польща	Закон "Про Національний банк Польщі", 29 серпня 1997 р.	Стаття 3. "Основною ціллю НБП є підтримка цінової стабільності; він підтримує економічну політику Уряду тією мірою, якою це не обмежує досягнення основної цілі"
Чеська Республіка	Закон "Про Чеський національний банк", 17 грудня 1992 р. зі змінами	Стаття 2. "Первинною ціллю Чеського національного банку є підтримка цінової стабільності. Не перешкоджаючи первинній цілі, Чеський національний банк підтримує загальну економічну політику уряду щодо стійкого економічного зростання"
Угорщина	Закон "Про Національний банк Угорщини", 2001 р.	Стаття 3. "Первинною ціллю Національного банку Угорщини є досягнення і підтримка цінової стабільності. Не перешкоджаючи первинній цілі, Національний банк Угорщини підтримує економічну політику Уряду, використовуючи інструменти грошово-кредитної політики, що перебувають у його розпорядженні"
Китай	Закон "Про народний банк Китаю", 27 грудня 2003 р.	Стаття 3. "Ціллю грошово-кредитної політики є підтримка стабільності вартості валюти і таким чином сприяння економічному зростанню"
Російська Федерація	Федеральний Закон "Про Центральний банк Російської Федерації (Банк Росії)", 27 червня 2002 р.	Стаття 3. "Цілями діяльності Центрального банку Росії є: • захист і забезпечення стійкості рубля; • розвиток і зміцнення банківської системи Російської Федерації; • забезпечення ефективного і безперервного

Країна	Основна ціль центрального банку	
	Правовий акт	Формулювання
Білорусь	Банківський Кодекс Республіки Білорусь, 25 жовтня 2000 р.	ного функціонування платіжної системи" Стаття 25. Основні цілі діяльності Національного банку. "Основними цілями діяльності Національного банку є: • захист і забезпечення стійкості білоруського рубля, в тому числі його купівельної спроможності і курсу по відношенню до іноземних валют; • розвиток і зміцнення банківської системи Республіки Білорусь; • забезпечення ефективного, надійного і безпечного функціонування платіжної системи"
Казахстан	Закон "Про Національний банк Республіки Казахстан" від 30 березня 1995 р. зі змінами	Стаття. 7. "Основною ціллю Національного банку Казахстану є забезпечення стабільності цін в Республіці Казахстан"
Україна		1. Відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. 2. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі . 3. Національний банк у межах своїх повноважень сприяє стабільності банківської системи за умови , що це не перешкоджає досягненню цілі, визначеної у частині другій цієї статті. 4. Національний банк також сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей, визначених у частинах другій та третій цієї статті

Джерело: складено за даними офіційних веб-сайтів центральних банків.

Вибір оптимального для певної економіки рівня стабільності грошової одиниці не є простим завданням. Вибір постає, *по-перше*, щодо складових цієї стабільності – однієї головної чи кількох, між якими за одних умов суперечність може виникати, а за інших – ні. Наприклад, підтримка стабільного обмінного курсу за допомогою інтервенцій на валютному ринку змінює пропозицію грошей і дестабілізує рівень цін. Проте в Україні протягом 2001–2006 років підтримка стабільності обмінного курсу шляхом викупу іноземної валюти на валютному ринку сприяла відновленню довіри до грошей і зростанню попиту на гроші, тобто ремонетизації економіки, що дало змогу зберегти відносно низькі рівні інфляції за значних темпів приросту грошової пропозиції. Так, в 2001 році величина грошового агрегату М3 зросла на 41,9%, тоді як інфляція становила 6,1%, в 2002 році за зростання М3 на 41,8% мала місце дефляція -0,6%, в 2003 році зростання М3 на 46,5% супроводжувалося інфляцією споживчих цін на рівні 8,2%, в 2004 році відповідні показники становили 32,4 і 12,3%, в 2005 – 54,3 і 10,3%, в 2006 – 34,5 і 11,6%. Уникнути суперечності між стабільністю обмінного курсу і внутрішнім рівнем цін можна також шляхом здійснення так званої стерилізації інтервенцій на валютному ринку – компенсації змін грошової

пропозиції внаслідок операцій купівлі чи продажу центральним банком іноземної валюти на валютному ринку за допомогою інших інструментів грошово-кредитної політики. По-друге, оскільки стабільність грошової одиниці є величиною динамічною, в кожний період часу доводиться обирати певну її міру, і цей вибір пов'язаний із проблемою впливу змін кількості грошей та цінних параметрів грошового ринку на реальні економічні величини в коротко- і середньостроковому періодах, про що йшлося в темі 13. Ця проблема почала активно вивчатися економічною наукою і розв'язуватися в економічній політиці після Великої депресії і виходу у світ "Загальної теорії зайнятості, відсотка і грошей" Дж.М. Кейнса. Останній зазначав, що кількісна теорія грошей має бути дещо модифікована, що вплив зміни кількості грошей на інфляцію і обсяг виробництва залежить від фази економічного циклу, від ступеня завантаженості економічних потужностей.

В кінці 1950-х років були опубліковані емпіричні дослідження новозеландського вченого А.Філіпса, що заклали фундамент для формалізації і розв'язання завдання оптимальної величини стабільності (нестабільності) грошової одиниці у взаємозв'язку між інфляцією і безробіттям. А.Філіпс дослідив динаміку показників безробіття і номінальної заробітної плати у Великій Британії протягом 1861–1957 років і виявив обернену залежність між цими показниками¹. Подібні взаємозалежності було виявлено для інших країн, а в 1960 році П.Самуельсон (лауреат Нобелівської премії з економіки 1970 р.) і Р.Солоу (лауреат Нобелівської премії з економіки 1987 р.) розвинули результати, отримані Філіпсом, виявивши обернений зв'язок між інфляцією та безробіттям. Емпіричний обернений взаємозв'язок між безробіттям і інфляцією дістав назву кривої Філіпса. Існування такої залежності давало для політики, у тому числі грошово-кредитної, цілий набір альтернативних комбінацій для двох кінцевих цілей – зайнятості (або економічного зростання) і інфляції. Допускаючи вищий рівень інфляції, згідно з цим підходом, можна було досягти нижчого рівня безробіття.

Проте, вже починаючи з 1970 років, зв'язку між інфляцією і безробіттям не спостерігалось. На зміну емпіричній "традиційній" кривій Філіпса засновник економічної школи монетаризму, лауреат Нобелівської премії з економіки 1976 року М.Фрідман і лауреат Нобелівської премії з економіки 2006 року Е.Фелпс висунули теоретичну концепцію, що дістала назву скоригованої на очікування кривої Філіпса². Використовуючи теоретичний інструментарій, вчені доводили, що існує стабільний обернений взаємозв'язок не між інфляцією і безробіттям, а між неочікуваною інфляцією (різницею між фактичною і очікуваною інфляцією) і циклічним безробіттям (різницею між фактичним і природним рівнями безробіття). Оскільки ця закономірність сьогодні є невід'ємною складовою теоретичного забезпечення грошово-кредитної політики, зупинимось на її теоретичному обґрунтуванні.

Нехай економіка перебуває в рівновазі за повної зайнятості, причому пропозиція грошей протягом багатьох років щороку зростає на 10%,

¹ Phillips A. The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom 1861–1957 // *Economica*. – 1958. – Vol. 25, № 100. – P. 283–299.

² Friedman M. The Role of Monetary Policy / *American Economic Review*. – 1968. – Vol. 58. – № 1. P. 1–17; Phelps E. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time // *Economica*. – 1967. – Vol. 34, № 135. – P. 254–281.

тому економічні агенти очікують, що так відбуватиметься і надалі. Якщо пропозиція грошей зростає на 10% на рік, це означає, що сукупний попит також зростає на 10% (на рис. 2 сукупний попит в році 1 позначено кривою AD_1 , а сукупний попит у році 2 – кривою AD_2). Оскільки виробникам продукції і послуг відомо про щорічне зростання грошової пропозиції на 10%, вони враховують це у підвищенні цін на 10%. Крива короткострокової сукупної пропозиції зміщується з положення $SRAS_1$ у положення $SRAS_2$ таким чином, що рівноважний обсяг виробництва не змінюється, залишаючись на рівні повної зайнятості \bar{Y} . Зростає лише рівень цін (зі 100 до 110). Макроекономічна рівновага в році 2 досягається в точці F .

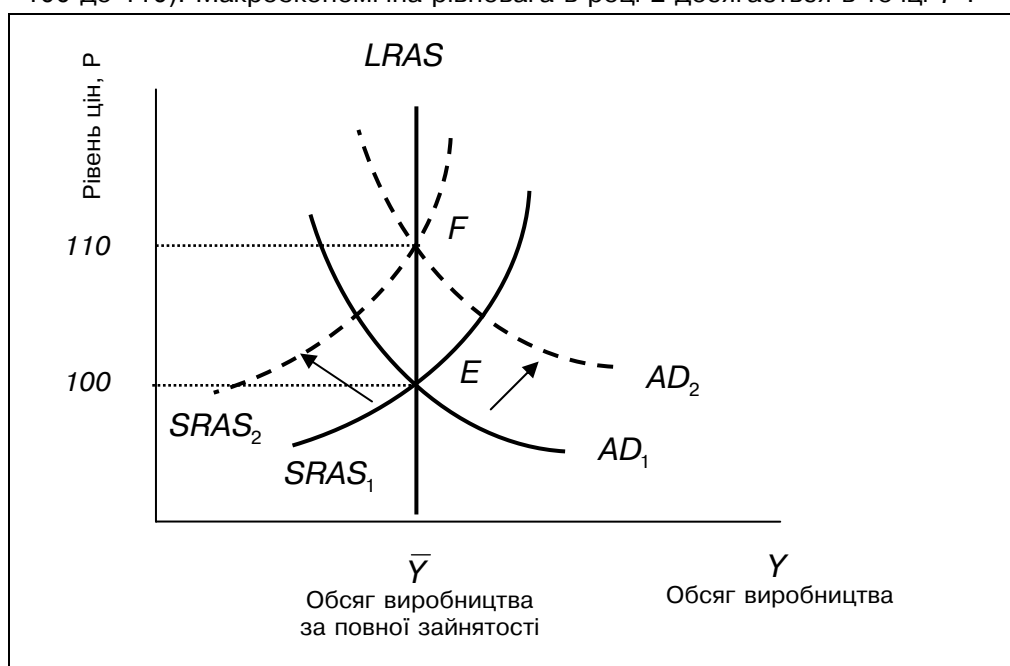


Рисунок 2. Поведінка економіки за стабільного зростання грошової пропозиції

Джерело: Abel, A., Bernanke B., Croushore D. *Macroeconomics*. – Boston : Addison-Wesley, Pearson Education. – 6th ed., 2008. – P. 448.

У цій економіці інфляцію повною мірою передбачають економічні агенти, тому неочікувана інфляція дорівнює нулю. Обсяг виробництва перебуває на рівні, що відповідає повній зайнятості, тобто має місце природний рівень безробіття і циклічне безробіття дорівнює нулю.

Тепер припустимо, що грошова пропозиція в році 2 зростає на 15%, тоді як економічні агенти, як і раніше, очікують її 10-відсоткового зростання. Сукупний попит зростає не на 10, а на 15%, крива сукупного попиту переміститься в положення AD_2' (рис. 3). Оскільки економічні агенти очікують 10-відсоткового зростання грошової пропозиції, то крива короткострокової сукупної пропозиції, як і в попередньому прикладі, переміститься в положення $SRAS_2$. Короткострокова рівновага в році 2 встановиться

в точці G , де перетинаються криві AD_2' і $SRAS_2$. В точці G рівень цін буде між 110 і 115, скажімо, становитиме 113, а рівноважний обсяг виробництва перевищуватиме \bar{Y} . Це відбувається тому, що виробники, не очікуючи більшого, ніж звичайно, зростання сукупного попиту, помилково приймають його за зростання попиту на власну продукцію і намагаються наростити кількісний обсяг продажів. З часом вони виявляють, що попит і ціни зросли не лише на їхню продукцію, а взагалі в економіці, скорочують обсяг виробництва – і економіка повертається до стану повної зайнятості. Але до цього ми маємо додатний рівень неочікуваної інфляції в розмірі $113-110=3\%$ і від'ємний рівень циклічного безробіття, оскільки в точці G рівень безробіття є нижчим від природного.

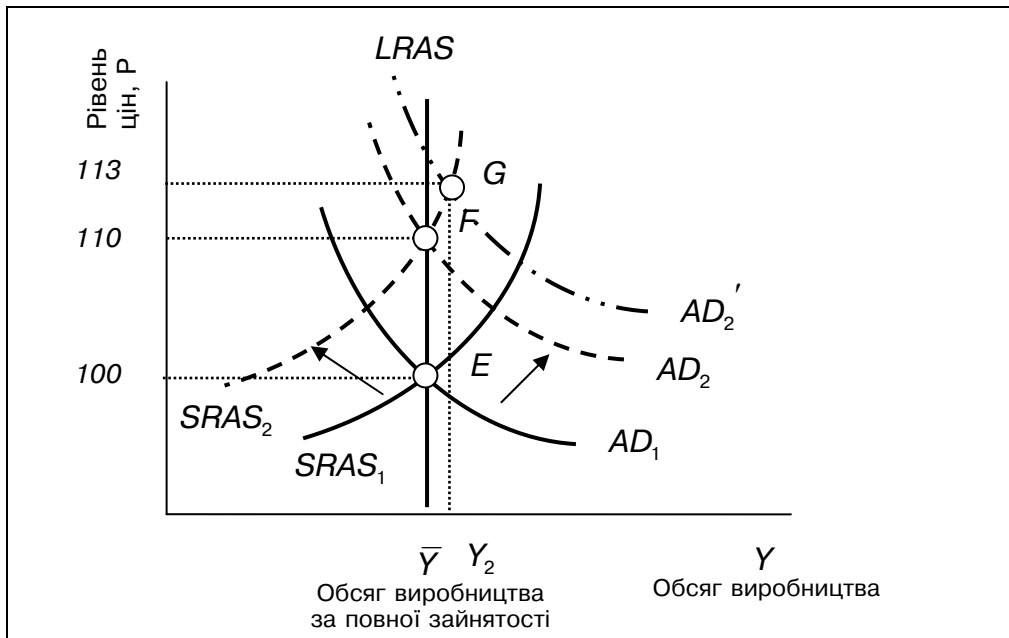


Рисунок 3. Поведінка економіки за неочікуваного зростання грошової пропозиції

Джерело: Abel, A., Bernanke B., Croushore D. *Macroeconomics*. – Boston : Addison-Wesley, Pearson Education. – 6th ed., 2008. – P. 449.

Отже, скоригована на очікування крива Філіпса набуває такого вигляду:

$$U - U^n = -a(\pi - \pi^e), \text{ де } a > 0.$$

Значення нового формулювання Е.Фелпсом та М.Фрідманом кривої Філіпса для грошово-кредитної політики полягало в тому, що з урахуванням виявленої закономірності її завданням припиняє бути розв'язання статичної оптимізаційної проблеми досягнення найкращої комбінації інфляції і безробіття в цей момент часу. Врахування ролі очікувань вимагає від грошово-кредитної політики міжчасової і динамічної оптимізації, коли рішення, прийняті сьогодні, впливають на результати наступних періодів³.

³ Edmund Phelps's Contributions to Macroeconomics [Електронний ресурс] / The official web site of the Nobel Foundation. Prize in Economics. Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. – Доступний з: <www.nobel.se/economics/>.

Скоригована на очікування крива Філіпса є невід'ємним елементом економіко-математичних моделей, якими послуговуються центральні банки. Втім, незважаючи на свою важливу роль, скоригована на очікування крива Філіпса не стала основним принципом вибору кінцевих цілей грошово-кредитної політики. В моделях центральних банків вона використовується переважно як одне з обмежень для цільової функції грошово-кредитної політики, як рівняння сукупної пропозиції. Причину можна виявити навіть на інтуїтивному рівні. Згідно із закономірністю, яку вона описує, центральний банк може досягти тимчасового зростання обсягу виробництва, згенерувавши неочікуване зростання грошової пропозиції й інфляції. Але виникає природне запитання, чи може він це робити систематично? Чи не вплине це на характер очікувань і поведінки економічних агентів? У 1970–80-х роках у рамках розвитку гіпотези раціональних очікувань з'явився цілий ряд досліджень, які обґрунтовували, що економічні агенти добре розуміють логіку прийняття рішень органами влади, в тому числі центральними банками, тому досягти неочікуваної інфляції і відповідно зростання обсягу виробництва за допомогою грошово-кредитних інструментів неможливо. Серед найвпливовіших із таких досліджень – "критика Лукаса" (на честь лауреата Нобелівської премії з економіки 1995 року Р.Лукаса) – твердження про наївність спроб передбачити наслідки змін економічної політики лише на основі взаємозв'язків між показниками, що виявляються на основі історичних даних, особливо високоагрегованих історичних даних, без урахування змін поведінки економічних агентів у відповідь на зміну політики⁴; гіпотеза часової непослідовності, сформульована лауреатами Нобелівської премії з економіки 2004 року Ф.Кюдландом і Е.Прескотом⁵ та розвинута у моделях Р.Барро, Д.Гордона; правило Гударта⁶. Часова непослідовність виникає, коли стратегія, оголошена в момент часу t_0 , не є оптимальною в момент часу t_1 . Наприклад, центральний банк оголошує, що грошово-кредитна політика буде спрямована на досягнення нульової інфляції. Потім він, щоб досягти стимулюючого ефекту для виробництва, проводить більш стимулюючу політику, генерує неочікувану інфляцію і сподівається досягти зростання виробництва і зайнятості. Але економічні агенти добре розуміються на політиці і очікують вже не нульової, а вищої інфляції. В результаті ми отримуємо вищу інфляцію, що в майбутньому матиме ряд негативних ефектів для економіки, і відсутність реального стимулюючого ефекту. Способом оптимізації грошово-кредитної політики стає забезпечення жорстких зобов'язань центрального банку щодо дотримання оголошених цілей, тобто забезпечення довіри до

⁴ Lucas R. Econometric Policy Evaluation: A Critique / in Brunner K.; Meltzer, A. The Phillips Curve and Labor Markets. – New York: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1976. – P. 19–46.

⁵ Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles [Електронний ресурс] / The official web site of the Nobel Foundation. Prize in Economics. Advanced information on the Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel. – Доступний з: <www.nobel.se/economics/>.

⁶ Crystal K.A., Mizen P.D. Goodhart's Law: Its Origins, Meaning and Implications for Monetary Policy / Prepared for Festschrift in honor of Charles Goodhart to be held on 15-16 November 2001 at the Bank of England – 26 p.

грошово-кредитної політики. Іншими словами, виникає потреба у розробці певних публічних правил для проведення грошово-кредитної політики і відповідно обмеження її свободи – дискреції.

Проміжні цілі грошово-кредитної політики

Проміжні цілі – це змінні, що займають проміжне положення між операційними цілями, які можуть безпосередньо контролюватися центральним банком, і кінцевими макроекономічними цілями. Їхнє існування пов'язано, *по-перше*, з тривалими часовими лагами грошово-кредитної політики. Часовий лаг (від англ. lag – відставання, затримка, запізнення) – це розрив у часі між двома чи кількома подіями, що перебувають у причинно-наслідковому зв'язку⁷. Відповідно лаг грошово-кредитної політики – це проміжок часу, що проходить від застосування її інструменту до досягнення повного впливу на кінцеві цілі. Одне з найбільш масштабних досліджень лагів грошово-кредитної політики було здійснене в контексті дослідження монетарної історії США на проміжку від 1867 до 1960 року М.Фрідманом і А.Шварц у 1963 році. Було виявлено, що лаг стримувальної грошово-кредитної політики становить у середньому 12 місяців, коливаючись у межах від 6 до 29 місяців, а лаг стимулювальної політики становить в середньому 18 місяців, коливаючись у межах від 4 до 22 місяців. На сучасному етапі лаг впливу на розрив ВВП для розвинутих економік становить у середньому один рік, а на інфляцію – два роки. З огляду на таку значну тривалість лагів впливу на кінцеві цілі, інструменти грошово-кредитної політики для досягнення вчасного і потрібного ефекту мають застосовуватися заздалегідь, у відповідь на певні випереджальні сигнали – індикатори раннього сповіщення. Проміжна ціль є таким індикатором, оскільки вона реєструє зміни до того, як вони відбудуться в кінцевій цілі. Проміжна ціль слугує свого роду компасом, за яким центральний банк може звіритися в будь-який час, щоб визначити точно, на якому рівні встановлювати операційну ціль⁸.

По-друге, використання проміжних цілей можна розуміти як спробу впорядкувати і спростити процес прийняття рішень у грошово-кредитній політиці, як перехід від розгляду динаміки цілої множини змінних, що характеризують стан економіки, до вибору одного чи кількох "сигналів", що подає економіка. Проміжна ціль має обов'язково відповідати таким двом критеріям:

- 1) вона має бути сприйнятливою для контролю за допомогою операційної цілі, тобто має існувати стабільний взаємозв'язок між змінами операційних цілей і змінною, що використовується як проміжна ціль;
- 2) має бути тісний взаємозв'язок між проміжною ціллю і кінцевою ціллю, іншими словами, проміжна ціль має забезпечувати доволі надійний прогноз для кінцевої цілі.

По-третє, вибір проміжної цілі є важливою складовою стратегії грошово-кредитної політики, вибором механізму монетарної трансмісії, яким користуватиметься центральний банк. Це вибір, що робиться, з одного боку, з урахуванням структурних і інституційних особливостей даної економіки, а з іншого – дає можливість центральному банку у співпраці з іншими органами

⁷ <http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9B%D0%B0%D0%B3>.

⁸ *Bofinger P.* Monetary policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P. 246–247.

влади розбудовувати той чи інший канал монетарної трансмісії – наприклад, розвивати фінансові ринки, які посилюють дію відсоткового каналу.

Підпорядкування всіх дій досягненню певної цілі грошово-кредитної політики називають таргетуванням (від англ. *targeting*) відповідної змінної. Стабільність грошової одиниці є основною внутрішньою ціллю грошово-кредитної політики. Тому вибір проміжної цілі, таргетування певної змінної – це зведення стабільності грошової одиниці до однієї з її складових.

Фактично завжди і в усіх країнах реально таргетується стабільність грошової одиниці. Але – за умови існування збалансованої економіки, стабільних співвідношень між основними грошово-кредитними показниками – таргетування стабільності грошової одиниці залежно від конкретної ситуації може бути зведене до таргетування одного показника (інфляції, обмінного курсу, грошового агрегату та ін.). Тобто за своєю сутністю ціль стабільності грошової одиниці є сумісно-розділеною. При цьому кожна з її складових виступає відносно самостійною, відособленою і одночасно залежною від іншої. Їх взаємозв'язок виражається у процесі суміщення розділених цілей в одну – у стабільність грошової одиниці. Досягнення такої мети можна назвати "сумісно-розділеним (розгорнутим) таргетуванням стабільності грошової одиниці" (рис. 4).

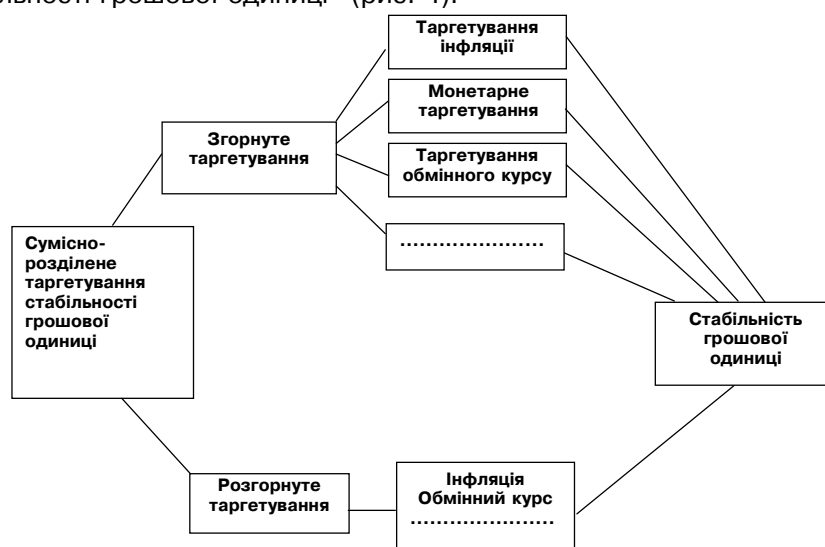


Рисунок 4. Концепція сумісно-розділеного таргетування стабільності грошової одиниці

Джерело: Гриценко А.А. Развитие форм обмена, стоимости и денег. – К., 2005. – С. 178.

Особливого значення концепція розгорнутого таргетування набуває у відкритій економіці, в умовах нестабільності, коли постає завдання відстежувати зміни ситуації і залежно від обставин переносити акценти із зовнішньої нестабільності на внутрішню, і навпаки.

Розглянемо тепер особливості трьох варіантів згорнутого таргетування стабільності грошової одиниці – таргетування обмінного курсу, монетарного таргетування і таргетування інфляції.

Таргетування обмінного курсу передбачає підтримання стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Суспільство оцінюватиме це як благо, якщо відповідна іноземна валюта широко

використовується як рахункова одиниця для багатьох операцій та виконує функцію засобу заощадження. Стабільність обмінного курсу матиме так званий сигнальний ефект і асоціюватиметься із стабільними внутрішніми цінами. З іншого боку, у монетарної влади також з'являється можливість побудувати довіру до себе на основі доступності оперативної інформації про виконання нею своїх зобов'язань. *Валютний курс, по суті, є найбільш очевидним і легко контрольованим з боку громадськості зобов'язанням монетарної влади.* Щоправда, можна поставити під сумнів безпосередній зв'язок стабільності обмінного курсу і стабільності внутрішніх цін, адже можлива ситуація, коли валютні інтервенції чи інші засоби регулювання валютного ринку є інфляційними. Проте в довгостроковому вимірі такий зв'язок існує. Це виявляється у дисциплінарному ефекті фіксації обмінного курсу. Якщо в певній країні спостерігається вищий рівень інфляції, ніж у країні, до валюти якої здійснена прив'язка, попит на внутрішні товари зменшується і зростає попит на імпорт. Це призводить до рецесійних ефектів у цій країні і зниження рівня цін (чи темпу інфляції). Зрештою, країна буде змушена прийняти такий самий темп інфляції, як і в країні, до валюти якої здійснена прив'язка. Але таку логіку розвитку подій необхідно застосовувати до оцінки монетарних процесів у перехідних економіках дуже обережно, інакше можна просто не дожити до того часу, коли рівні інфляції у країнах зрівняються.

Ще однією важливою рисою режиму підтримання стабільного валютного курсу є можливість у раціональних економічних агентів оцінити спроможність монетарної влади дотримуватися відповідних зобов'язань, використовуючи інформацію про наявні валютні резерви центрального банку, динаміку імпорту й експорту, структуру зовнішнього державного боргу. Здійснюючи таргетування валютного курсу, держава зобов'язується підтримувати вартість одного активу, тому суспільству легше повірити в це, ніж у здатність контролювати інфляцію, яка залежить від цін багатьох товарів і послуг.

Звичайно, існує низка факторів, які підривають ефективність таргетування обмінного курсу як монетарного режиму. *По-перше*, це неможливість проведення суверенної грошово-кредитної політики, залежність у цьому плані від іншої країни. Завжди є ризик, що, зіткнувшись із потужним дисциплінарним ефектом, держава відмовиться від цільового орієнтиру. *По-друге*, якщо країна з огляду на специфіку структури економіки вразлива до зовнішніх шоків, це підриває довіру до всіх цільових орієнтирів, але особливо до зовнішніх. *По-третє*, стабільний номінальний валютний курс перешкоджає наближенню реального валютного курсу до реального ефективного валютного курсу. Це призводить до квазіоподаткування і до неефективного розміщення ресурсів. Окрім цього, виникає неефективність іншого роду – фіксація ціни іноземної валюти перекладає валютний ризик із приватних агентів на державу, що також викликає неефективне розміщення ресурсів⁹.

⁹ *Гриценко А.А., Кричевська Т.О.* Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття перша. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 11. – С. 8–18.

За даними Міжнародного валютного фонду, у квітні 2008 року лише 40 країн використовували режим вільного плавання обмінного курсу¹⁰, а якщо відняти від них 17 країн-членів зони євро, які об'єдналися у валютний союз, то залишаться лише 23 країни, що не регулюють зовнішню стабільність своїх грошових одиниць.

Концепція *монетарного таргетування* була розроблена представниками школи монетаризму у 1950-х–1960-х роках М.Фрідманом (лауреатом Нобелівської премії з економіки 1976 р.), К. Бруннером і А.Мелтцером. Згідно з М.Фрідманом, найкраще, що може зробити грошово-кредитна політика, – це запобігти перетворенню грошей на джерело економічної нестабільності.

Після Другої світової війни Бреттон-Вудська валютна система забезпечувала просте і стабільне правило, яким керувалися центральні банки у проведенні грошово-кредитної політики: вони підтримували курси своїх валют до долара США на рівні встановлених Бреттон-вудськими домовленостями паритетів. Після колапсу цієї системи в березні 1973 року більшість центральних банків змушені були розробити нову стратегію грошово-кредитної політики майже за одну ніч.

Серед переваг монетарного таргетування над таргетуванням обмінного курсу виділяють можливість узгодження монетарної політики із розвитком внутрішньої макроекономічної ситуації. Це дає змогу вибирати інфляційні орієнтири, відмінні від орієнтирів інших країн – головних торговельних партнерів, а також мати більшу свободу дій у разі флуктуації економічного зростання.

Сутність монетарного таргетування полягає в тому, що центральний банк, виходячи з цільового показника інфляції, оцінок потенційного зростання виробництва і динаміки швидкості обігу грошей у рамках кількісного рівняння обміну, визначає цільовий темп зростання грошових агрегатів і оголошує його громадськості.

Відправною точкою для отримання річного цільового орієнтиру для грошової маси є кількісне рівняння обміну:

$$MV = PY.$$

Якщо кількісне рівняння трансформувати в темпи приросту і розв'язати для грошової маси, то отримаємо:

$$\hat{M} \equiv \hat{\pi} + \hat{Y} - \hat{V}.$$

Основними перевагами монетарного таргетування є: 1) "суверенність" – центральний банк обирає цільовий показник інфляції, найприйнятніший для певної країни, і має змогу коригувати політику відповідно до внутрішніх коливань обсягу виробництва; 2) тісний зв'язок з інструментами монетарної політики, тобто високий рівень контролю з боку центрального банку; 3) монетарні агрегати досить швидко вимірюються, відповідно звіти про виконання монетарних цільових орієнтирів надходять до громадськості з короткими лагами – порядку кількох тижнів. Все це посилює відповідальність центрального банку, сприяє суспільному контролю і дає своєчасні сигнали щодо можливості дотримання цільових показників інфляції

В індустріальних країнах монетарне таргетування набуло значної популярності безпосередньо після колапсу Бреттон-Вудської валютної сис-

¹⁰ De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.

теми і на початку 1980 років. У ці періоди понад 40% даної групи країн практикували оголошення цільових монетарних орієнтирів. У країнах, що розвиваються, до середини 1980 років монетарне таргетування майже не використовували, а до середини 1990-х оголошення цільових орієнтирів грошової маси використовували приблизно в 10% цих країн¹¹.

Перший монетарний цільовий орієнтир було оголошено в Німеччині 5 грудня 1974 року у вигляді заяви Бундесбанку, що "він розглядає зростання грошей центрального банку на 8% як прийнятне для виконання цілей стабільності". Майже одночасно цілі щодо грошових агрегатів було оголошено у Швейцарії, а 1975 року – в США і Канаді.

Всі названі переваги таргетування монетарних агрегатів на практиці реалізуються лише за наявності двох передумов.

Перша з них – стабільність попиту на гроші. Зокрема, в економіці, що діє в умовах відносно високої та нестабільної інфляції, попит на гроші і відповідно швидкість обігу грошей також стають нестабільними. Проблема нестабільності попиту на гроші особливо актуальна для перехідних економік, зокрема для України. Основними чинниками такої нестабільності є стан економіки, який можна охарактеризувати як період ремонетизації, коли після дуже низьких рівнів монетизації економіка поступово просувається до дедалі вищих. Факторами нестабільності попиту на гроші можуть виступати часті структурні зміни в економіці та на фінансових ринках, наявність вільних виробничих потужностей і робочої сили, великого тіньового сектора, значна доларизація, швидкі технологічні й фінансові інноваціями, раптові зміни рівня інфляції або інфляційних очікувань.

Друга передумова успішного застосування таргетування монетарних агрегатів полягає в ефективному контролі за зміною грошової маси з боку центрального банку. Контролювати "вузькі" грошові агрегати центральним банком загалом під силу. "Широкі" (M2 і M3) – не завжди. Принаймні повномасштабний контроль за цими агрегатами є проблематичним¹².

Незважаючи на всі ці проблеми, двом країнам, що використовували монетарне таргетування протягом найбільш тривалого часу – Німеччині (де монетарне таргетування використовувалося понад 20 років) і Швейцарії – вдалося досягти гарних результатів. Зокрема, в Німеччині монетарне таргетування мало яскраво виражений дисциплінарний ефект. Суспільство не тільки розуміло логіку дій центрального банку, але й усвідомлювало (цьому сприяли і часті зустрічі представників Бундесбанку з роботодавцями і профспілками), що у формулі визначення цільового темпу приросту грошової маси немає місця для монетарної підтримки необґрунтованого зростання цін. Довіра до Бундесбанку ґрунтувалася також на усвідомленні його спроможності реалізовувати оголошену політику завдяки високому ступеню незалежності, забезпечену законодавством.

Таргетування інфляції передбачає публічне оголошення планових рівнів інфляції, закріплення в законодавчому порядку пріоритетності цих цільових показників для центрального банку та встановлення відповідаль-

¹¹ Cotarely C., Giannini C. Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in Post-Bretton Woods Era // IMF Occasional Paper. – 1997. – № 154. – P. 25.

¹² Гриценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наук. доп. / Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2008. – С. 17–18.

ності за їх досягнення. Якщо прогноз інфляції на певний період (що відповідає лагу впливу інструментів грошово-кредитної політики на рівень інфляції) відрізняється від цільового показника, центральний банк застосовує відповідні інструменти для виправлення ситуації – повернення прогнозного показника інфляції до цільового рівня інфляції. Таким чином, проміжним орієнтиром грошово-кредитної політики стає *прогнозований показник інфляції*, завдяки чому таргетування інфляції можна вважати випереджальною, далекоглядною (*forward-looking*) стратегією монетарної політики. Інструменти грошово-кредитної політики застосовуються не у відповідь на поточний показник інфляції, а на очікувану через 12–18 місяців інфляцію. Практично це інституціональне закріплення накопичених знань щодо лагів монетарної політики. У випадках таргетування обмінного курсу і монетарного таргетування проміжною ціллю виступала змінна, відмінна від кінцевої цілі. Таргетування ж інфляції не передбачає використання таких проміжних орієнтирів у вигляді третіх змінних (що перебувають між операційними і кінцевими цілями), натомість випереджувальним індикатором стає прогноз самої кінцевої цілі.

Тоді як монетарне таргетування спиралося на ґрунтовну теоретичну основу і було запроваджене після тривалих теоретичних дискусій, *інфляційне таргетування* виникло як реакція на певні обставини. В Канаді і Новій Зеландії причиною став незадовільний досвід щодо монетарного таргетування, в країнах Західної Європи – колапс Механізму обмінних курсів (ERM) під час кризи 1992–1993 років, прагнення забезпечити стабільність грошової одиниці в умовах плаваючих обмінних курсів і проблематичності монетарного таргетування в умовах нестабільності попиту на гроші. В економіках з ринками, що формуються, причиною запровадження інфляційного таргетування стала втрата ефективності таргетування обмінного курсу після лібералізації руху капіталу. Значні припливи капіталу з розвинутих економік, які намагалися скористатися дешевою робочою силою й іншими ресурсами, створювали ревальваційний тиск на обмінний курс, центральні банки викупували іноземну валюту на валютному ринку в обмін на емісію національної валюти, що створювало інфляційний тиск. Окрім того, підтримка стабільного обмінного курсу створювала економічні диспропорції, про які ми говорили, розглядаючи таргетування обмінного курсу.

Теоретична основа для інфляційного таргетування була розроблена значно пізніше – Л.Лейдерманом, Л.Свенсоном, Б.Бернанке та ін.¹³

Таргетування інфляції має такі переваги:

- забезпечення чіткого і зрозумілого орієнтиру для всього суспільства, який можна легко використовувати при укладанні контрактів усіма економічними агентами;
- збільшення прозорості грошово-кредитної політики, полегшення контролю над нею з боку громадськості, що сприяє посиленню відповідальності монетарної влади;
- відкрите врахування ролі часових лагів грошово-кредитної політики при використанні її інструментів;

¹³ Див. : Inflation targeting / *Leiderman L., Svensson L.* (eds.). – London: CEPR, 1995; *Svensson L.* Inflation forecasting targeting: implementing and monitoring inflation targets // *European Economic Review.* – 1997. – № 41 (6). – P. 1111–1146.

- збереження в умовах нестабільності функції попиту на гроші стабільнішого взаємозв'язку між інфляцією і короткостроковими відсотковими ставками порівняно із взаємозв'язком між грошовими агрегатами й короткостроковими відсотковими ставками;

- досягнення більшої довіри до монетарної влади порівняно із стратегією монетарного таргетування, за якого мають місце часті зміни такого цільового орієнтиру, як грошова маса;

- гнучкість у реагуванні на шоки пропозиції¹⁴.

За даними Міжнародного валютного фонду інфляційне таргетування сьогодні використовують у 44 країнах світу¹⁵.

Операційні цілі грошово-кредитної політики

Операційні цілі – це параметри грошового ринку, на які безпосередньо може впливати центральний банк за допомогою своїх операцій. Серед них – короткострокові ставки грошового ринку, вільні резерви банківської системи, а також – в умовах таргетування обмінного курсу – валютний курс. Операційному механізму грошово-кредитної політики буде присвячено окреме питання в наступній темі.

14.2. Особливості цільового спрямування грошово-кредитної політики в Україні

1991–1993 роки. *Період дії адміністративних методів управління грошовою пропозицією в умовах відсутності необхідних ринкових інститутів. Ціллю такої політики було забезпечення фінансових потреб підприємств на неконкурентній основі і фінансування дефіциту державного бюджету.*

Національний банк України, що є центральним банком держави, було засновано в березні 1991 року. Втім, грошово-кредитна політика як інструмент державного регулювання в ринковій і змішаній економіці не могла проводитися без розбудови інших ринкових інститутів. З 20 березня 1991 року порядок здійснення грошової емісії визначався Законом "Про банки і банківську діяльність", у ст. 8 якого вказувалось, що Національний банк є емісійним центром країни; йому належить монопольне право на випуск грошей в обіг. У ст. 12 цього Закону вказувалося, що Національному банку належить право на випуск в обіг і регулювання кількості грошей, що перебувають в обігу. Водночас згідно з цією ж статтею Закону "Про банки і банківську діяльність" "Основні напрями грошово-кредитної політики", де і визначалась сума запланованої емісії, щорічно затверджувались Верховною Радою України.

До 1993 року рішення про розміри емісії ухвалювались Верховною Радою дискретно – окремими постановами, якими дозволялось надання емісійних кредитів Національного банку комерційним банкам на визначені цілі. З другої половини 1993 року почало практикуватися затвердження граничних розмірів первинної кредитної емісії Національного банку на певний період (квартал або місяць). Рішення держави про цільові кредитні

¹⁴ Гриценко А.А., Кричевська Т.О. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. – С. 8–18.

¹⁵ De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.

емісії незмінно супроводжувалися обмеженням кредитів, що надаються за рішенням самих комерційних банків (встановленням кредитних стель).

Протягом 1992–1993 років (до 12.08.1993 р.) в Україні діяла система плаваючого валютного курсу. На цьому етапі були відсутні інші альтернативи, адже НБУ не володів у достатньому обсязі валютними резервами. 12 серпня 1993 року НБУ на підставі рішень уряду здійснив фіксацію валютного курсу тимчасової валюти – українського карбованця відносно долара, марки і рубля. З серпня 1992 до вересня 1994 року діяв режим фіксованого обмінного курсу національної грошової одиниці з метою захисту критичного імпорту від знецінення українського карбованця під дією інфляційних очікувань. Фіксований курс підтримувався шляхом адміністративного (непрозорого) обмеження попиту на іноземну валюту і адміністративного збільшення її пропозиції.

Результатом макроекономічної політики в цей період стало розгортання гіперінфляційних процесів: у 1991 році споживчі ціни зросли у 39 разів, у 1992 – у 21 раз; у 1993 – у 102,6 разів. Реальний ВВП знижувався зростаючими темпами – на 8,7% у 1991 р., на 9,9% у 1992; на 14,2% у 1993 році.

Період 1994–1996 років став періодом стабілізації грошової одиниці шляхом поступової відмови від адміністративних інструментів регулювання грошової пропозиції і обмінного курсу. Зміна спрямованості політики держави у грошовій сфері відбулася в контексті політики економічних реформ. У другій половині 1994 року була скасована система множинних валютних курсів, відбувся перехід до конвертованості української валюти за поточними операціями. В 1995 році Національний банк відмовляється від практики надання кредитів банкам для суб'єктів господарювання на пільгових умовах, почали впроваджуватися непрямі – ринкові – інструменти грошово-кредитної політики, такі як уніфіковані резервні вимоги, почався перехід від цільових кредитів до системи кредитних аукціонів. З 1996 року поступово припиняється практика надання Національним банком прямих кредитів уряду. В 1996 році стабільність грошової одиниці як основна ціль Національного банку була вперше закріплена на законодавчому рівні – у ст. 99 Конституції України, ухваленої 28 червня 1996 року. Якщо говорити про основний проміжний цільовий орієнтир грошово-кредитної політики у цей період, то можна сказати, що ним була грошова маса, оскільки проводилася політика, націлена на врегулювання процесів грошової пропозиції.

1996 – перша половина 1999 року. Цей період розпочався із проведення грошової реформи і запровадження повноцінної грошової одиниці – гривні. У березні 1999 року було ухвалено Закон України "Про Національний банк України", який врегулював незалежний статус центрального банку відповідно до світової практики та закріплював стабільність грошової одиниці як основну ціль Національного банку. У ролі проміжного цільового орієнтира, який мав гарантувати стабільність грошової одиниці, було обрано обмінний курс. Відразу після запровадження національної грошової одиниці у вересні 1996 року почала здійснюватися політика валютних коридорів.

З жовтня 1996 до 1997 року курс гривні утримувався в межах коридору за допомогою валютних інтервенцій НБУ (чому сприяло отримання кредитів від міжнародного валютного фонду), тобто шляхом регулювання пропозиції валюти.

Поряд із акцентом на зовнішній складовій стабільності грошової одиниці Національний банк України після запровадження гривні також здійснював кроки щодо посилення керованості грошовим ринком і переходу до класичного прозорого його функціонування. В арсеналі грошово-кредитної політики з'явилися ломбардне кредитування (прототип кредитів овернайт), операції репо, а з 1998 року вже не використовувалися непрозорі кредитні аукціони.

Втім, стабілізація грошової одиниці в цей період відбувалася в умовах накопичення бюджетних диспропорцій. Фінансова криза, що охопила в 1997 році Південно-Східну Азію і поширилася в 1998 році на фінансовий ринок Росії, спровокувала втечу іноземного капіталу і з України. Це проявилось в масовому продажі боргових цінних паперів держави і призвело до різкої девальвації національної грошової одиниці. Так, за 1998 рік гривня девальвувала стосовно долара США на 80,53% (з 1,9 грн / дол. США на кінець 1997 року до 3,43 на кінець 1998 р.), а протягом 1999 – на 52,19% (з 3,43 до 5,22 грн / дол. США) (рис. 5). Національний банк намагався контролювати девальвацію шляхом встановлення валютних коридорів. Так, 19 січня 1998 року коридор було встановлено в межах 1,8–2,25 грн / дол. США, з 5 вересня 1998 – в межах 2,5–3,5 грн / дол. США, з 9 лютого 1999 – у межах 3,4–4,6 грн / дол. США.

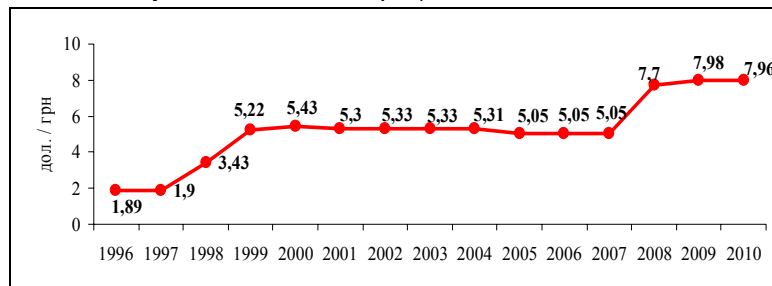


Рисунок 5. Офіційний курс гривні до долара США, на кінець періоду (грн за 1 дол. США)

Джерело: побудовано за даними Бюлетеня Національного банку України, різні випуски.

Протягом 1998 – квітня 1999 року курс гривні утримувався в межах валютних коридорів шляхом запровадження адміністративних обмежень функціонування ринків валют. Для підтримки курсу гривні на цьому етапі використовувались не інтервенції НБУ (внаслідок фінансової кризи 1997–1998 років відбулося значне вичерпання валютних резервів Національного банку), а заходи, які обмежували попит на іноземну валюту через встановлення жорстких вимог щодо її купівлі. Протягом 1999 року підтримка курсу гривні в межах валютного коридору здійснювалася в умовах часткової лібералізації валютного ринку шляхом обмеження пропозиції і штучного збільшення попиту на національну валюту.

Друга половина 1999–2004 років. Глибока девальвація гривні разом зі сприятливою зовнішньоекономічною кон'юнктурою на основні товари українського експорту в умовах значних незадіяних внаслідок трансформаційного спаду виробничих потужностей стала стимулом для зростання експорту та імпортозаміщувальних галузей.

Якщо до 1999 року в Україні мав місце дефіцит поточного рахунку платіжного балансу і доводилося шукати зовнішні джерела його фінансу-

вання, то з 1999 по 2004 роки додатне сальдо поточного рахунку платіжного балансу вже забезпечувало стійке перевищення пропозиції іноземної валюти над її попитом (рис. 6).

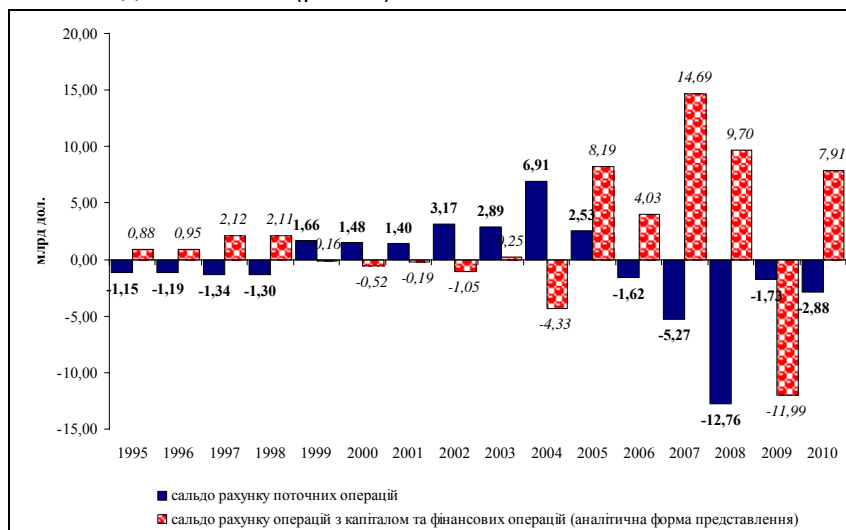


Рисунок 6. Сальдо рахунку поточних операцій та сальдо рахунку операцій з капіталом і фінансового рахунку платіжного балансу (аналітична форма представлення), млрд дол.

Джерело: побудовано за даними офіційного видання НБУ "Платіжний баланс України", різні випуски.

У 1999 році профіцит поточного рахунку платіжного балансу зумовлювався випередженням падіння імпорту (перш за все енергетичного, а також споживчого в умовах стрімкої девальвації) над падінням експорту (здешевлення українського експорту внаслідок девальвації не було компенсоване зростанням кількісних його обсягів внаслідок застосування країнами антидемпінгових заходів). Проте вже в 2000 році світова економіка почала активно відновлюватися після азійської кризи, що зумовило як зростання попиту на товари українського експорту, так і зростання світових цін на продукцію основних експортних галузей України – металургії та хімічної промисловості. Експорт зріс на 24%, у тому числі експорт неблагородних металів та виробів з них – на 32% (рис. 7). Додатне сальдо поточного рахунку становило 1,48 млрд дол. Подібні тенденції зберігалися в 2001 році (додатне сальдо поточного рахунку в розмірі 1,4 млрд дол.). У 2002 році сальдо поточного рахунку досягло вже 3,2 млрд дол. Такого зростання було досягнуто за рахунок збільшення експорту продовольчих товарів (зокрема, експорт зернових зріс удвічі порівняно з 2001 роком завдяки високим врожам в Україні на тлі несприятливих погодних умов в Європі)¹⁶. У 2003 році додатне сальдо поточного рахунку (2,9 млрд дол.) (див. рис. 6) забезпечувалося переважно за рахунок зростання експорту чорних металів в умовах зростання світових цін на 30–35%¹⁷. Експорт неблагородних металів та ви-

¹⁶ Платіжний баланс України за 2002 рік. – http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/BALANS/PB_2002.pdf.

¹⁷ Платіжний баланс України за 2003 рік. – http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/BALANS/PB_2003.pdf.

робів із них загалом зріс на 19,3% (див. рис. 7). Зрештою, в 2004 році сформувалися рекордні обсяги додатного сальдо поточного рахунку в розмірі 6,9 млрд дол. в умовах надзвичайно сприятливої кон'юнктури зовнішніх ринків металургійної та хімічної продукції. Вартісні обсяги експорту неблагородних металів та виробів з них зросли на 53,5% (див. рис. 7).

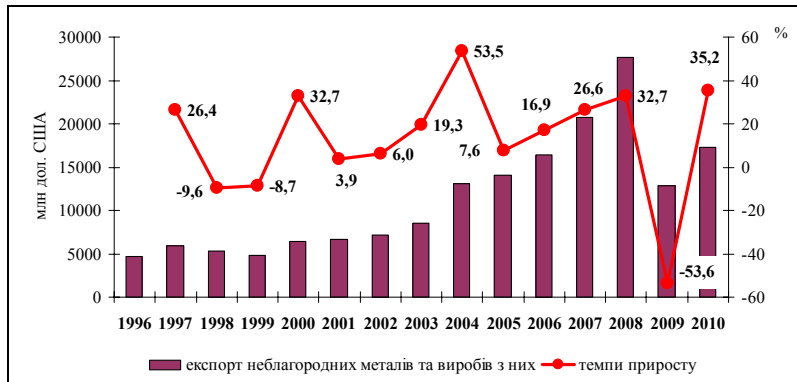


Рисунок 7. Динаміка експорту неблагородних металів та виробів із них

Джерело: розраховано за даними Статистичного щорічника України, різні випуски.

У другій половині 1999–2004 років сформувалася модель проведення грошово-кредитної політики, що за допомогою інтервенцій на валютному ринку – викупу Національним банком України перевищення пропозиції над попитом на іноземну валюту на валютному ринку – забезпечувала, *по-перше*, підтримку стабільності обмінного курсу на рівні, що сформувався після його різкої девальвації під час кризи 1998 року і створив значні конкурентні переваги для вітчизняних експортерів та імпортозаміщувальних виробництв; *по-друге*, нарощування міжнародних резервів (рис. 8), і *по-третє*, забезпечення ремонетизації економіки, відновлення попиту на гроші, завдяки інтенсивному нарощуванню пропозиції грошей через викуп Національним банком іноземної валюти і закріпленню довіри до грошей шляхом підтримки їхньої стабільної зовнішньої вартості – обмінного курсу. Як бачимо на рис. 9, процеси ремонетизації економіки в цей період забезпечили одночасне досягнення цілей стабільності обмінного курсу і помірних темпів інфляції.

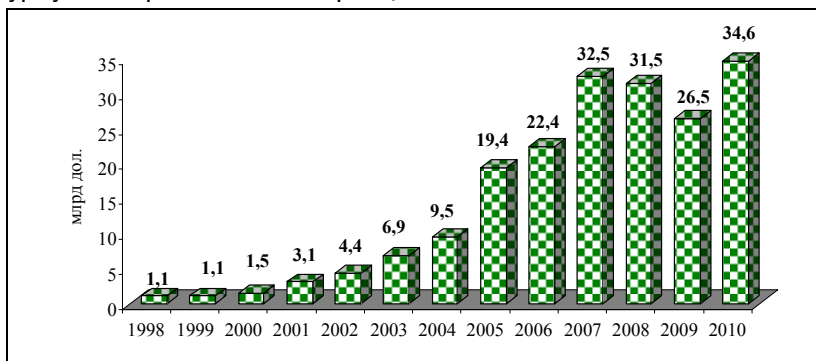


Рисунок 8. Міжнародні резерви НБУ, млрд дол., на кінець періоду

Джерело: побудовано за даними Бюлетеня Національного банку – "Огляди депозитних корпорацій. Офіційні резервні активи", різні випуски.

2005 – вересень 2008 року. В цей період орієнтація грошово-кредитної політики була загалом аналогічною попередньому періоду, але провали фінансового регулювання, що призвели до активізації зовнішніх запозичень короткострокового характеру і надмірної кредитної експансії, та невиважена соціальна політика призвели до прискорення інфляційних процесів.

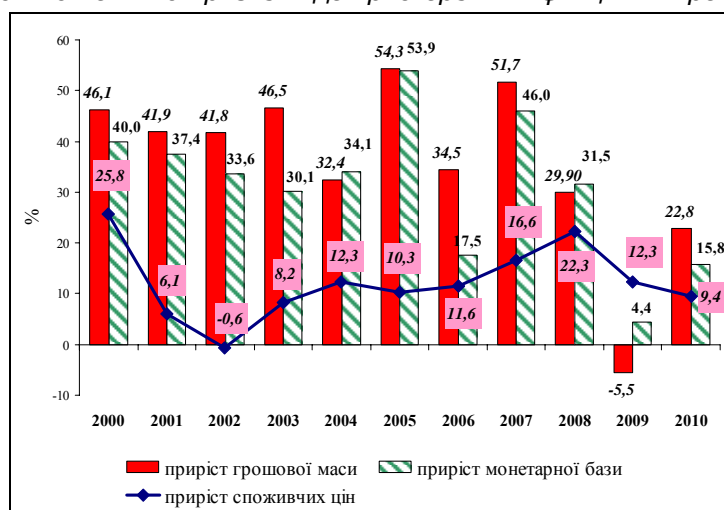


Рисунок 9. Динаміка грошової маси, монетарної бази та інфляції в Україні, 2000–2010 роки

Джерело: побудовано за даними офіційного сайту Національного банку України. – www.bank.gov.ua.

Так, у 2007 році інфляція становила 16,6%, а в 2008 – вже досягла 22,3%. Динаміка пропозиції грошей в економіці з 2005 року, як і впродовж 2000–2004 років, на рівні 80–90% визначалася викупом Національним банком іноземної валюти, але остання вже надходила в країну переважно не в результаті перевищення експорту над імпортом, а завдяки запозиченням, джерело яких завжди в певний момент вичерпується¹⁸. Так, у 2005 році сальдо поточного рахунку платіжного балансу все ще було додатним (2,5 млрд дол.), але зменшилося порівняно з 2004 роком в умовах посилення конкуренції на світових ринках сталі та металопродукції внаслідок потужної експансії Китаю. Зростання вартісних обсягів експорту чорних металів відбулося лише за рахунок високих світових цін, тоді як фізичні обсяги зменшилися на 9%. Приплив іноземної валюти в Україну в цьому році відбувся за рахунок прямих іноземних інвестицій в розмірі 7,5 млрд дол. (перш за все коштів від приватизації металургійного заводу "Криворіжсталь", компанії Mittal Steel та продажу банку "Аваль" іноземним інвесторам)¹⁹. Сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій досягло 8,2 млрд дол. (див. рис. 6). У таких умовах Національний банк викупив іноземної валюти в міжнародні резерви на суму

¹⁸ Про це детально див.: Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 5–23; Геєць В.М. Формування і розвиток фінансової кризи 2008–2009 років в Україні // Економіка України. – 2010. – № 4. – С. 5–15.

¹⁹ Платіжний баланс України за 2005 рік. – http://www.bank.gov.ua/Publication/econom/BALANS/PB_2005.pdf.

9,8 млрд дол. (див. рис. 8). Починаючи з 2006 року, приплив іноземної валюти в країну забезпечувався лише за рахунок фінансового рахунку, тоді як сальдо поточного рахунку залишалося від'ємним. Протягом 2006 – перших трьох кварталів 2008 року експорт зростав досить динамічно, зумовлений "бульбашками" цін на товарних ринках. Проте імпорт зростав ще інтенсивнішим. Цей період у світовій економіці характеризувався нарощуванням фінансових операцій і глобальної ліквідності, що в Україні проявилось через стрімке зростання прямих іноземних інвестицій, перш за все до фінансового сектора України, та зовнішніх запозичень (додатне сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у 2006 році становило 4 млрд дол., у 2007 – 14,7 млрд дол., у 2008 – 9,7 млрд дол.) (див. рис. 6). Це у свою чергу призвело до зростання споживчого кредитування та (разом із зростанням реальних доходів населення в умовах стимулюючої соціальної політики) до нарощування імпорту.

Зростання економіки в цей період на 80–90% визначалося зовнішніми запозиченнями, що стимулювали внутрішнє споживання²⁰.

Жовтень 2008 року – теперішній час. Накопичені в попередні роки диспропорції у вигляді надмірних зовнішніх запозичень, доларизації кредитів, непомірних соціальних видатків, залежності економічної динаміки від світових цін на кілька ключових сировинних товарів українського експорту (в першу чергу, цін на метали) повною мірою реалізувалися під час світової фінансово-економічної кризи.

Обвал світових цін на метали в липні 2008 року і втеча капіталу з України в кінці 2008 року зумовили різку девальвацію національної валюти (протягом 2008 року гривня девальвувала на 52,5% щодо долара США – з 5,05 на кінець 2007 до 7,7 на кінець 2008 року, у 2009 році курс гривні до долара США знизився ще на 3,6%) (див. рис. 5), що в умовах високого рівня валютної заборгованості підприємств і населення призвели до економічного спаду й істотного зниження добробуту в країні.

З вересня 2008 року по березень 2010 року, поки не почав відновлюватися світовий попит на метал, валютний канал збільшення грошової пропозиції (через викуп іноземної валюти Національним банком на валютному ринку) не працював, оскільки на ринку домінували девальваційні тенденції і Національний банк продавав валюту зі своїх резервів (див. рис. 8). Емісія грошей здійснювалася шляхом надання кредитів комерційним банкам. Значна частина цих кредитів надавалася за спеціально створеними під час кризи пільговими механізмами, неодноразово пролонговувалася, й так і не була використана реальним сектором економіки. Для цього періоду також характерне активне використання фіскальних стимулюючих заходів, які реалізовувалися в грошово-кредитній сфері, зокрема через викуп державних цінних паперів Національним банком з метою капіталізації банків.

Оскільки у 2008 році інфляція досягла 22,3%, у 2009 році Національний банк оголосив, що у 2009 році "основне завдання грошово-кредитної політики полягатиме в зниженні темпів інфляції та створенні фундаментальних засад для її стабілізації в подальшому на низькому рівні". В документі,

²⁰ Див.: Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи.

що конкретизує спрямованість грошово-кредитної політики Національного банку України, – Основних засадах грошово-кредитної політики (ОЗГКП) – на 2010 рік, визначалося, що "...для забезпечення стабільності національної валюти, зниження темпів інфляції у 2010 році ключове значення матиме забезпечення стійкості фінансової системи, що розглядатиметься як пріоритет грошово-кредитної політики". Щодо проміжних орієнтирів грошово-кредитної політики, то ними в цей період стали темпи приросту монетарної бази і чистих міжнародних резервів, що також визначалося умовами надання кредиту Міжнародним валютним фондом.

У липні 2010 року було внесено зміни до Закону "Про Національний банк України" в частині надання пріоритету внутрішній складовій стабільності грошової одиниці. Зокрема, було визначено, що при виконанні своєї основної функції (забезпечення стабільності грошової одиниці України) "Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі"²¹.

Таким чином, в Україні ми маємо змогу спостерігати концепцію розгорнутого таргетування в дії. У відкритій економіці в умовах нестабільності, пов'язаної із залежністю від світових цін на сировину, постає завдання відстежувати зміни ситуації і залежно від обставин переносити акценти із зовнішньої нестабільності на внутрішню, і навпаки. З одного боку, проголошено поступовий перехід до таргетування інфляції, й акценти зміщуються у цьому напрямі, а з іншого – з огляду на високий рівень доларизації економіки і традиційну орієнтацію населення на оцінку стабільності грошової одиниці за обмінним курсом, він залишається важливою ціллю грошово-кредитної політики.

Порівняння показників нестабільності грошової одиниці України за методикою, викладеною в п. 1, та їх динаміки в 1996–2010 роках наведено в табл. 3 та відображено на рис. 10.

Таблиця 3

Показники нестабільності національної грошової одиниці України, %

Період	Дефлятор ВВП	Інфляція середньорічна (товари і послуги)	Девальвація/ревальвація офіційного обмінного курсу	Девальвація/ревальвація готівкового обмінного курсу	Загальна нестабільність грошової одиниці (Н)	Нестабільність грошової одиниці для фізичних осіб (Нф)
1996	66,15	80,2	24,2	3,71	58,11	43,88
1997	18,07	15,9	1,76	0,62	13,01	7,97
1998	12,01	10,6	31,57	23,17	18,07	17,14
1999	27,4	22,7	68,62	81,75	44,49	37,47
2000	23,12	28,2	31,71	31,66	27,31	28,90
2001	9,95	12	-1,25	-2,01	4,54	9,70
2002	5,12	0,8	-0,85	-1,28	2,29	0,48
2003	8,0	5,2	0,11	0,65	3,96	3,28
2004	15,16	9	-0,25	-1,21	6,75	2,92
2005	24,5	13,5	-3,66	-3,61	10,00	3,43
2006	13,7	9,1	-1,46	-1,48	6,12	2,64
2007	22,7	12,8	0,00	-0,19	11,51	4,56
2008	29,2	25,2	4,30	3,57	16,26	12,50
2009	13,7	15,9	47,92	54,41	32,50	37,27
2010	15,0	9,4	1,85	-1,66	7,90	3,27

²¹ Закон України "Про Національний банк України". – <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=679-14>

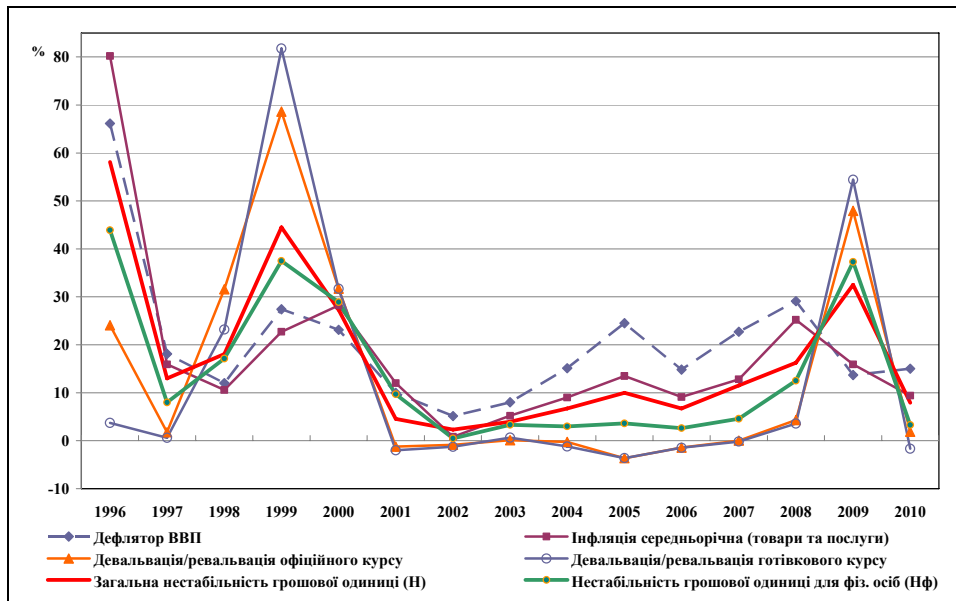


Рисунок 10. Динаміка показників нестабільності національної грошової одиниці України, %

Джерело: розраховано за даними: офіційний сайт Держкомстату України – <http://www.ukrstat.gov.ua/>; Бюлетень НБУ. – 2011. – №1.

Використання запропонованого підходу дозволяє зробити більш точний, диференційований і адекватний аналіз нестабільності національної грошової одиниці. Так, у 1999 році середньорічна інфляція становила 22,7%, дефлятор – 27,4%, а девальвація гривні за офіційним обмінним курсом – 68,6%. Якщо судити про нестабільність грошової одиниці тільки за інфляцією, то ми отримуємо дуже перевернуте уявлення про рівень стабільності гривні. Більш точним показником щодо цього є загальна нестабільність грошової одиниці, яка в 1999 році досягла 44,5%. Така сама ситуація спостерігалася і в кризовому 2009 році. Середньорічна інфляція становила 15,9%, дефлятор – 13,7%, а девальвація офіційного обмінного курсу – 47,9%. У результаті загальна нестабільність була на рівні 32,5%, тобто приблизно в 2 рази перевищувала рівень інфляції. Оскільки існують відмінності між дефлятором, динамікою споживчих цін, зміною офіційного і готівкового обмінних курсів, то існують і відмінності між загальною нестабільністю грошової одиниці та нестабільністю грошової одиниці для фізичних осіб. Так, у 2003 році ці показники були близькими (відповідно 3,96% і 3,28%), а у 2004–2007 роках загальна нестабільність грошової одиниці перевищувала показник нестабільності грошової одиниці для фізичних осіб приблизно в 1,5–3 рази. У кризовому 2009 році вперше після 2001 року показник нестабільності для фізичних осіб перевищив показник загальної нестабільності. Це означає, що населення від кризи постраждало більшою мірою, ніж уся економіка.