

УДК 336.72

Примостка О.О.  
доктор економічних наук, професор,  
Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана

## ПОЛІТИКА ТАРГЕТУВАННЯ – ТЕОРЕТИЧНИЙ АСПЕКТ

### TARGETING – THEORETICAL ASPECTS

#### АНОТАЦІЯ

Досліджено наявні види грошово-кредитної політики держав, визначено теоретично-практичні аспекти застосування політики таргетування у світі, переваги та недоліки режимів грошово-кредитної політики. Проаналізовано переваги та недоліки політики таргетування інфляції для монетарної влади та країни в цілому.

**Ключові слова:** інфляція, таргетування, грошово-кредитна політика, номінальний якор, мета грошово-кредитної політики.

#### АННОТАЦИЯ

Исследованы существующие виды денежно-кредитной политики государств, определены теоретико-практические аспекты внедрения политики таргетирования в мире, преимущества и недостатки режимов денежно-кредитной политики. Проанализированы преимущества и недостатки политики таргетирования инфляции для монетарных властей и страны в целом.

**Ключевые слова:** инфляция, таргетирование, денежно-кредитная политика, номинальный якорь, цель денежно-кредитной политики.

#### ANNOTATION

The existing types of monetary policy, defined theoretical and practical aspects of implementation process targeting policies the world's advantages and disadvantages modes monetary policy. Advantages and disadvantages of the policy of inflation targeting monetary authorities and the country as a whole.

**Keywords:** inflation targeting, monetary policy, nominal anchor, goal of monetary policy.

**Постановка проблеми.** В умовах нестабільності функціонування світових фінансових ринків суттєво зростає роль грошово-кредитної політики, яку проводять центральні банки.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню причин виникнення та сутності інфляції, теоретичних і практичних засад забезпечення цінової стабільності на основі застосування режиму таргетування інфляції присвячено наукові праці відомих закордонних дослідників, зокрема: Б. Бернанке, А. Бліндера, Дж. Кейнса, В. Корбо, Р. Манделла, Г. Манківа, Б. МакКаллума, Ф. Мишкіна, В. Пула, Дж. Тобіна, Л. Свенссона, Е. Фелпса, С. Фішера, М. Фрідмана, К. Шмідт-Хеббеля. Вагомий внесок у вивчення цієї тематики зробили такі вітчизняні дослідники, як О. Білан, О. Береславська, А. Гриценко, В. Геєць, Н. Гребеник, О. Дзюблюк, О. Мельник, А. Мороз, О. Петрик, М. Савлук, В. Стельмах, В. Усов, В. Федосов, А. Чухно, О. Шнирков.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** У посткризовий період у більшості країн світу відбувається поступовий перехід до реалізації монетарного режиму, спрямованого на досягнення цінової стабільності. Ін-

фляційні процеси у світовій економіці приводять до значних невизначеностей для інвестиційної діяльності, підвищених ризиків для фінансової системи, а також зниження темпів зростання наявних доходів населення. Таким чином, проблема забезпечення цінової стабільності потребує ґрунтовного дослідження, оскільки досягнення сталого економічного зростання в довготривалому періоді можливе лише за умови низького та стабільного рівня інфляції.

**Метою статті** є дослідження позитивного досвіду застосування політики інфляційного таргетування у світі та дослідження можливостей його впровадження в Україні як одного з основних важелів набуття макроекономічної стабільності та антиінфляційного регулювання.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** На сьогодні існують три основні напрями, які визначають шляхи досягнення головної стратегічної цілі практично кожної країни, а саме стабільності національної валюти. Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення заздалегідь визначених соціально-економічних цілей і заходів щодо регулювання грошового ринку, які здійснює держава через центральний банк країни. Головну мету грошово-кредитної політики можна досягти завдяки ефективній стратегії, яка проявляється в обранні монетарного режиму [1].

Розглянемо їх детальніше на прикладі країн ЄС. Перший – це регулювання зростання монетарних агрегатів, тобто політика застосування монетарного цільового орієнтуру. Вона базується на тому, що за умови досить стабільного попиту на гроші регулювання обсягу грошової пропозиції позитивно впливає на рівень цін та відсоткових ставок. Такий підхід визначається як основна мета грошової політики Німеччини, Франції, Греції, Італії та як один з орієнтирів Європейської системи центральних банків. Другий напрям – це політика цільового орієнтуру у сфері валютного курсу, тобто політика прив'язки національної валюти до більш стабільної іноземної валюти. Їй віддали перевагу Бельгія, Люксембург, Данія, Франція (разом з політикою монетарного цільового орієнтуру), Ірландія, Нідерланди, Австрія, Португалія та Іспанія. Третій напрям, а саме політику інфляційного таргетування, обрали країни, в яких унаслідок нестабільного грошового попиту регулювання грошової маси та відсоткових ста-

вок виявилось дещо ускладненим. Це Фінляндія, Великобританія, Швеція, Іспанія (разом з політикою монетарного цільового орієнтуру) та Європейська система центральних банків так само з паралельним регулюванням обсягу грошової пропозиції. Вважається, що першим застосував у світі політику інфляційного таргетування у 1990 р. центральний банк Нової Зеландії. Пізніше до такого монетарного режиму приєдналися Канада (1991 р.), Австралія (1993 р.), Перу (1994 р.), у 1997 р. – Чехія та Ізраїль, у 1998 р. – Польща та Південна Корея, в 1999 р. – Чілі та Індонезія.

Отже, в самому простому розумінні таргетування означає встановлення в якості мети будь-якого показника, а в межах грошово-кредитного регулювання цими показником є проміжні цілі політики. Відповідно розширене розуміння включатиме в себе проміжну мету у вигляді економічної змінної. Отже, таргетування – це застосування доступного спектра інструментів економічної політики для відповідального досягнення кількісних орієнтирів цільової змінної, а в зв'язку з тим, що центральний банк не може досягти кінцевої мети безпосередньо, він діє опосередковано, через таргетування проміжної мети. Таким чином, на практиці режим таргетування визначає стратегію монетарної політики.

Номинальний якор – це будь-яка економічна змінна в межах проміжної цілі грошово-кредитної політики, тобто тієї номінальної змінної, яку монетарна влада використовує для прив'язки кінцевої мети до таких значень, як темп інфляції, валютний курс або приріст грошової маси. Таким чином, кінцева мета грошово-кредитної політики пов'язується з проміжною, що змушує владу дотримуватися заданих меж, незалежно від того, чи є мета публічно розголошеною чи ні.

Необхідність використання експліцитного номінального якоря полягає в тому, що у разі довіри з боку суспільства розголошена проміжна мета стабілізує інфляційні очікування – один з основних індикаторів ефективності монетарної влади, а також він допомагає обмежити вплив так званої проблеми тимчасової неузгодженості, яка тим гостріше, чим вище дискретність монетарної політики.

Стратегія монетарної політики певною мірою залежить та співвідноситься з вибором цільових показників, яку необхідно дослідити. Існує два основних види стратегії грошово-кредитної політики:

– дискреційна (discretionary policy), тобто наявність і домінування нерозголошуваних імпліцитних цілей;

– політика монетарних правил (monetary rules policy), за якої наявні експліцитні цілі публічно розголошені у межах зобов'язань, прийнятих владою, і спрямовані та стабільну підтримку визначених цілей грошово-кредитної політики й систематичної реалізації прогнозованих цільових показників.

На практиці центральні банки виділяють три основні монетарні режими грошово-кредитної політики: валютного таргетування, монетарного таргетування та інфляційного таргетування (див. табл. 1). Режим валютного таргетування – це комплекс заходів грошово-кредитної політики, що передбачає підтримку стабільності обмінного курсу щодо певної 16 резервної валюти або кошика валют. У результаті відмінностей між політикою країни, яку вона офіційно проголошує, і валютним режимом, який вона фактично проводить, з'явилась нова класифікація режимів таргетування валютного курсу:

– обмінного курсу без суверенного платіжного засобу;

Таблиця 1

#### Переваги та недоліки режимів грошово-кредитної політики

Режими грошово-кредитної політики	Переваги	Недоліки
Валютне таргетування	Фіксований валютний курс служить номінальним якорем монетарної політики і таким чином збільшує її транспарантність. Прив'язка валютного курсу до валюти країни з низькою інфляцією викликає довіру у суб'єктів господарювання до макроекономічних показників	Фіксований валютний курс зменшує транзакційні витрати і непевність у міжнародній торгівлі, таким чином стимулюючи останню високий рівень залежності монетарної політики центрального банку від зовнішньоекономічних факторів. У випадку значного рівня доларизації існують ризики дестабілізації фінансової системи внаслідок впливу валютних криз. За умови відкритості економічної системи, зростає притік короткострокового (переважно) спекулятивного іноземного капіталу
Монетарне таргетування	Високий рівень координації монетарної та макроекономічної політики країни. Можливість швидкого реагування з боку центрального банку на зміну таргету	Низька ефективність впливу значення грошових агрегатів на кінцеву мету – цінову стабільність
Інфляційне таргетування	Забезпечення гнучкої валютно-курсової політики. Довіра з боку населення до політики центрального банку. Створення умов для збалансованого розвитку всіх секторів і галузей економіки	Вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком. Послаблення гнучкості грошово-кредитної політики. Обмеження можливостей стимулювання економічного зростання і зниження безробіття

- валютного комітету;
- фіксованої прив'язки;
- повзучої прив'язки [2].

До першої групи належать деякі варіанти дискреційної політики, які в цілому співвідносяться з політикою монетарних правил і можуть розглядатися за аналогією. Але в даному випадку необхідно звернути увагу на неявний характер імпліцитних цілей, що вносить певну невизначеність в аналіз.

До другої групи належать три основні стратегії монетарної політики, які оперують та використовують експліцитний (явний) номінальний якір: валютне таргетування, інфляційне таргетування і монетарне таргетування.

Розглянемо детальніше кожен із видів таргетування. Валютне таргетування як різновид цього режиму в минулому означало фіксацію ціни національної грошової одиниці відносно вартості певного ліквідного товару (зазвичай золота). Сучасне розуміння передбачає прив'язку курсу національної грошової одиниці до валюти іншої країни, якій характерні низький рівень інфляції і довгострокова стабільність макроекономічних показників. Відповідно валюта країни, яка використовується як цільова змінна, буде визначатися як якірна, також можливе встановлення валютного коридору, в межах якого валютний курс може змінюватися. Перевагами політики таргетування валютного курсу є збереження стабільного рівня цін на товари якірної країни, курсова мета забезпечує виконання автоматичного правила грошово-кредитної політики, яке допомагає нівелювати проблему тимчасової невідповідності; простота і ясність робить реалізації політики валютного таргетування доступним для розуміння широкого загалу.

Недоліком реалізації політики таргетування валютного курсу є ускладнення, які виникають у процесі трансакційного руху капіталу, оскільки країна не зможе здійснювати незалежну політику, втрачаючи можливість реагувати на внутрішні події в країні. З іншого боку, зовнішні шоки зони якірної валюти передаються у фінансову систему таргетованої країни, з'являється відкритість для спекулятивних атак, відповідальність влади слабшає через скорочення кількості сигналів, на які в іншому випадку влада відповіла б рестриктивні заходами (наприклад, у разі збільшення темпів інфляції).

Монетарне таргетування було популярним в 1970–1980 рр., але ніколи не використовувалося в чистому вигляді, оскільки методологічні основи даної стратегії сягають корінням в уявлення монетаристів про те, як необхідно управляти ціновою стабільністю і економічним зростанням. Ідеальна конструкція передбачала виконання правила природу грошової маси, в результаті чого забезпечувався б економічне зростання і помірні інфляція за умови грамотного управління даним процесом, але на практиці втілити подібні ідеї виявилось неможливо.

По-перше, функція попиту на гроші є нестабільним і волатильним показником, що не дає можливості використовувати його як цільову змінну. Встановлені прогнозно-цільові показники у вигляді грошових агрегатів доводилося постійно коригувати через їх розбіжності з фактичними значеннями. По-друге, чіткого зв'язку між збільшенням грошової маси й економічним зростанням не спостерігалось, однак зазначимо, що багатьом криз передувало зниження ліквідності, що викликало економічну контракцію. До переваг монетарного таргетування можна віднести:

- можливість зниження темпів інфляції у довгостроковій перспективі, навіть якщо в короткостроковому періоді мета за монетарними агрегатів не досягається;
- можливість здійснювати незалежну внутрішню грошово-кредитну політику, тим самим обмежуючи вплив зовнішніх шоків;
- цілі політики визначені й публічно оголошені;
- центральний банк реалізує стратегію комунікацій, поліпшуючи власну транспарентність, збільшуючи довіру до влади.

До недоліків політики монетарного таргетування можна віднести неможливість використання такого режиму у разі слабкого зв'язку між грошовими агрегатами та цільової змінної (інфляцією, номінальним ВВП). Також у результаті інфляційних очікувань економічна ситуація погіршується, стратегія комунікацій втрачає ефективність. У кращому випадку можна відмовитися від цього режиму на користь більш гнучкої стратегії, а в гіршому – центральний банк остаточно втрачає контроль над ситуацією, не маючи можливості впливати на ринки, в тому числі через систему рефінансування.

Український вчений О. Петрик в процесі досліджень з'ясував, що режим інфляційного таргетування з'явився як альтернатива монетарному таргетуванню наприкінці 80-х рр. й мав бурхливий розвиток у наступне десятиліття. Більшість країн, що перейшли до інфляційного таргетування, зробили це через низьку ефективність грошово-кредитної політики, спрямованої на таргетування валютного курсу або позиції грошей.

Таргетування інфляції вперше було застосовано в Новій Зеландії в 1990 р. Відтоді цю стратегію намагались впровадити близько 30 країн, більшість із них – успішно. Науковець визначив, що інфляційне таргетування – це такий монетарний режим, яким установлюється однозначний пріоритет інфляції перед будь-якими іншими цілями грошово-кредитної політики (у т.ч. перед курсовими), а також підвищена відповідальність органів грошово-кредитного регулювання за виконання інфляційних цілей [3].

У свою чергу, Д. Носенко вважає, що «таргетування інфляції – це інструмент економічної політики держави, який дає змогу підвищити

ефективність такої політики задля досягнення визначених цілей щодо низької і стабільної інфляції та прийнятних темпів економічного зростання» [4]. О. Шаров стверджує, що «таргетування інфляції – це встановлення цільових орієнтирів щодо показників допустимих рівнів інфляції та здійснення комплексу заходів для запобігання можливому фактичному відхиленню від цих показників» [5].

Н. Дорофеева та А. Цокол розглядають таргетування інфляції як концепцію 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 [6, с. 8].

Л. Любохимець визначила, що «таргетування інфляції – це система монетарного устрою, яка визначається офіційним проголошенням кількісної мети інфляції на середньостроковий період з врахуванням того положення, що стабільна інфляція буде реалізована в довгостроковому періоді» [7].

Проте, на нашу думку, найближче до визначення сутності цього процесу підійшов В. Бернанке, який визначав інфляційне таргетування як концепцію монетарної політики, яка передбачає публічне оголошення офіційних інфляційних цілей на один чи більше часовий горизонт, а також проголошення низького та стабільного рівня інфляції першочерговою довгостроковою ціллю монетарної політики [8]. Основною відмінністю політики таргетування інфляції від попередніх політик є визначення показників, похідних від проміжних цілей, якими в першому випадку виступають грошові агрегати, а в другому – короткострокові й довгострокові відсоткові ставки. Теоретично головним інструментом у досягненні цілей монетарного таргетування повинні бути резервні агрегати (обов'язкові резервні вимоги, грошова база), а в інфляційному таргетуванні – відсоткова ставка, на яку банк має безпосередній вплив. З огляду на слабкий зв'язок між зростанням грошової маси, темпами інфляції та економічним зростанням, багато країн, які хочуть мати самостійну гнучку грошово-кредитну систему, змушені були звернутися до інфляційного таргетування. Стратегія інфляційного таргетування включає в себе п'ять ключових елементів:

- публічне анонсування середньостроковій мети за індексом інфляції;

- цінова стабільність як кінцева мета грошово-кредитної політики;

- зобов'язання з досягнення цільових показників;

- використання різних змінних і інструментів при реалізації завдань;

- стратегія комунікацій як головний чинник прозорості політики, яка передбачає спілкування з публікою шляхом оголошення планів і цілей, виступи менеджменту банку, проведення конференцій, публікації доповідей;

- підзвітність центрального банку (наприклад, парламенту або уряду).

До переваг політики таргетування інфляції належать:

- відноситься до самостійних видів стратегії, що акцентує увагу на внутрішніх проблемах і ліквідації наслідків зовнішніх шоків;

- використання багатьох змінних в оцінці дій (монетарні агрегати, відсоткові ставки, валютний курс) для більш гнучкого реагування;

- зрозуміла для широкої публіки мета політики (на відміну від монетарних агрегатів);

- фокусування уваги на довгострокових цілях;

- застосування активної стратегії комунікацій для поліпшення транспарентності режиму;

- разом зі збільшенням комунікацій і поліпшенням транспарентності з'являється додаткова відповідальність за систематичним виконання цілей і відповідно підзвітність грошової влади.

Як зазначає Ф. Мишкін, режим інфляційного таргетування робить центральний банк незалежним і орієнтованим на довгострокові цілі [11]. При цьому повний контроль над операційними рішеннями залишається у владі центрального банку.

До недоліків політики інфляційного таргетування можна віднести, по-перше, наявність значних часових лагів між конкретними діями влади і прогнозованою зміною показника інфляції, а по-друге, негнучкість політики, оскільки таргетування номінального якоря обмежує дії влади. Однак, на відміну від інших режимів, які передбачають встановлення експліцитної мети, інфляційне таргетування включає показник інфляції, який є досить широким. Тобто можливість використання декількох змінних в її досягненні, а номінальний якор як показник інфляції сам по собі вже може бути кінцевою метою. Третім недоліком політики таргетування інфляції є збільшення волатильності номінального показника ВВП, оскільки інфляційне таргетування не тільки фокусується на показнику інфляції, а й визначає проміжні цілі, такі як зростання ВВП, рівня зайнятості, зменшення відсоткових ставок тощо, які допомагають досягти кінцевої мети у вигляді цінової стабільності. Наприклад, банк Канади одним зі способів реакції на зміну номінального ВВП вважає можливість встановлення плаваючого коридору інфляції, що надає додаткову кількісну гнучкість, крім інструментальної, а в якості вирішення проблеми спотворення таргетованих індексів багато країн виключають з них такі високоволатильні показники, як енергетика й харчові продукти. Тому якщо економіка має су-



часну структурою і є досить диверсифікованої, то вплив зовнішніх шоків може не надавати визначального впливу.

І по-четверте, значним недоліком політики інфляційного таргетування можна назвати уповільнення економічного зростання, оскільки спостерігається пряма залежність між зниженням інфляції й уповільненням економічного зростання в короткостроковому періоді, однак у різних пропорціях залежно від країни. Однак у довгостроковій перспективі після періоду зниження відбувається поступове відновлення економічного зростання внаслідок збільшення обсягів виробництва і зайнятості, при цьому вже в більш сприятливих умовах.

Тобто поняття дискреційної політики в повному розумінні не може застосовуватися до нашої країни. По-перше, самостійна НБУ недостатня як щодо уряду, так і стосовно політики, націленої на вирішення внутрішніх проблем, що стосуються не тільки грошової сфери, а й економіки в цілому, її кредитних потреб.

**Висновки.** На сьогодні не існує єдиної думки серед теоретиків та практиків щодо доцільності переходу на інфляційне таргетування. Так, побоювання щодо впровадження режиму таргетування інфляції переважно пов'язано з тим, що це може привести до гальмування економічного зростання та підвищення рівня безробіття. Як зауважує О. Яременко, внаслідок переходу на цей монетарний режим спостерігатиметься адаптаційний період держави, суб'єктів господарювання і домогосподарств. Як і будь-яка адаптація, це приведе до зниження поточної ефективності. При цьому будь-яка серйозна дія, яка змінює основні умови функціонування системи, обов'язково приведе до низки непередбачених наслідків [10, с. 67]. Прихильники впровадження інфляційного таргетування дотримуються іншої думки. Зокрема, А. Гальчинський, який зазначає, що «інфляційне таргетування, за якого органічно поєднуються монетарні та немонетарні інструменти цінової стабільності, інфляція на рівні 6–7% – це для нас найближче завдання, яке повинен ставити

уряд» [11, с. 124]. При цьому інфляційне таргетування має суттєву перевагу перед таргетуванням монетарних агрегатів, яке застосовувалося в Україні, оскільки воно є більш прозорим, зрозумілим та гнучким.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Центральний банк та грошово-кредитна політика: [підручник] / [А. Мороз, М. Пуховкіна, М. Савлук та ін.]; за ред. А. Мороза та М. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.
2. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua>.
3. Петрик О. Інфляція в Україні: проблеми, ризики, перспективи / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2007. – № 3. – С. 2–8.
4. Носенко Д. Інфляційне таргетування як ефективний механізм грошово-кредитної політики / Д. Носенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://intkonf.org/nosenko-dk-inflyatsiynе-targetuvannya-yak-efektivniymehaniizmгroshovo-kreditnoyi-politiki>.
5. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи / О. Шаров // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 15–19.
6. Дорофєєва Н. Таргетування інфляції у відкритій перехідній економіці / Н. Дорофєєва, А. Цокол // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 11. – С. 8–13.
7. Любохимець Л. Макроекономічні основи таргетування інфляції як метод регулювання фінансових ринків в розвинутих країнах та Україні / Л. Любохимець, Л. Бабиш // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 4. – Т. 2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Vchnu\\_ekon/.../072-075.pdf](http://nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vchnu_ekon/.../072-075.pdf).
8. Bernanke B. Inflation targeting: A New Framework for Monetary policy? / B. Bernanke, F. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1997. – № 2. – P. 9–19.
9. Кривенко Л. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки: [монографія] / Л. Кривенко, О. Дутченко, М. Синюченко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 210 с.
10. Варгас В. Державна політика щодо регулювання інфляції у трансформаційній економіці / В. Варгас // Демократичне врядування: науковий вісник. – 2011. – № 8. – С. 123–133.
11. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. Мишкин. – 2-е изд. – М.: Вильямс, 2006. – 880 с.