

Людмила Миронівна СЕГЕДА

викладач,
кафедра банківської справи,
Тернопільський національний економічний університет
E-mail: l_segeda@ukr.net

НАПРЯМКИ АДАПТАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НБУ ДО РЕЖИМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ НА ПРИКЛАДІ НОВОЇ ЗЕЛАНДІЇ

Сегеда, Л. М. Напрямки адаптації грошово-кредитного регулювання НБУ до режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії [Текст] / Людмила Миронівна Сегеда // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2018. – Том 28. – № 1. – С. 196-205. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. У статті розглядаються основні проблеми адаптації грошово-кредитного регулювання НБУ до режиму інфляційного таргетування, а також основні причини низької ефективності впровадження світового досвіду у сфері монетарної політики до вітчизняних реалій. Розроблено методичні рекомендації щодо підвищення дієвості грошово-кредитного регулювання, оптимізації монетарного режиму інфляційного таргетування та впровадження монетарного правила в практику реалізації грошово-кредитної політики НБУ.

Мета. Метою статті є вивчення світового досвіду у сфері адаптації грошово-кредитного регулювання до монетарного режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії та розробка теоретико-практичних висновків для України.

Методи. Використано загальнонаукові методи дослідження, зокрема синтезу та узагальнення під час обґрунтування основних проблем грошово-кредитного регулювання в контексті реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні. Методи аналізу та порівняння під час вивчення досвіду Нової Зеландії у сфері становлення монетарного режиму інфляційного регулювання. Статистично-математичні методи під час розробки монетарного правила для України.

Результати. Виокремлено основні проблеми низької дієвості грошово-кредитного регулювання в Україні, які пов'язані із нехтуванням національних інтересів, дисбалансами розвитку національної економіки, нераціональної структури експорту та імпорту, негативним бізнес-середовищем та утворюють умови поглинання монетарних імпульсів. Досліджено досвід Нової Зеландії у сфері становлення монетарного режиму інфляційного таргетування та зроблено висновок, про тривалий перехідний період, під час якого на рівні з інфляційними цілями де-факто як проміжні цілі грошово-кредитної політики використовувалися валютний курс і ліквідність банківської системи, що дозволило безболісно для економіки забезпечити перехід до гнучкого інфляційного таргетування. Розроблено монетарне правило для України та методичні рекомендації щодо підвищення дієвості грошово-кредитного регулювання НБУ в межах гнучкого інфляційного таргетування.

Ключові слова: грошово-кредитне регулювання; трансмісійний механізм грошово-кредитної політики; таргетування інфляції; монетарне правило.

Liudmyla Myronivna SEHEDA

Lecturer,
Department of Banking,
Ternopil National Economic University
E-mail: l_segeda@ukr.net

DIRECTIONS OF ADAPTATION OF THE NBU MONEY AND CREDIT ADJUSTMENT TO THE INFLATION TARGETING MODE ON THE EXAMPLE OF NEW ZEALAND

Abstract

Introduction. The article deals with the main problems of adaptation of the NBU monetary and credit regulation to the inflation-targeting mode. The main reasons for the low efficiency of the introduction of world experience in the field of monetary policy to domestic realities are considered. The methodical recommendations for increasing the efficiency of monetary regulation, optimizing the monetary mode of inflation targeting and implementing the monetary rule in the practice of realization of monetary policy of the NBU are developed.

Purpose. The article aims to study the world experience in the field of adapting monetary and credit regulation to the monetary mode of inflation targeting on the example of New Zealand and to develop the theoretical and practical conclusions for Ukraine.

Method (methodology). The following general scientific methods have been used in this research: method of synthesis and generalization (to substantiate the basic problems of monetary regulation in the context of realization of the monetary regime of inflation targeting in Ukraine); methods of analysis and comparison (to study the experience of New Zealand in the field of the formation of the monetary mode of inflationary regulation); statistical and mathematical methods (to develop monetary rule in Ukraine).

Results. The main problems of low efficiency of monetary regulation in Ukraine that are related to the neglect of national interests, imbalances in the development of the national economy, inappropriate structure of exports and imports, negative business environment, and conditions for the absorption of monetary impulses have been identified. The experience of New Zealand in the field of the formation of the monetary mode of inflation targeting has been researched. It has been made the conclusion concerning a long transitional period during which, at the level of inflationary purposes, de facto, as intermediate monetary policy objectives, the exchange rate and liquidity of the banking system are used. The monetary rule for Ukraine has been developed. The methodical recommendations for increasing the effectiveness of the monetary and credit regulation of the NBU within the framework of flexible inflation targeting have been worked out.

Keywords: monetary regulation; transmission mechanism of monetary policy; inflation targeting; monetary rule.

JEL classification: E420, E590

Вступ

Перманентні економічні та політичні кризи в Україні зумовлюють появу широких дискусій щодо реформування економіки, державного управління, монетарної політики, банківської системи та інших напрямків життєдіяльності країни, що часто призводить до розробки рекомендацій про запозичення світового досвіду в тій чи іншій сфері.

Дійсно світова економічна наука та апробовані практичні підходи до ведення монетарної політики можуть слугувати дорожньою картою реформування грошово-кредитної сфери в Україні, однак 27 років вивчення і запозичення світового досвіду не принесли вагомих результатів у царині забезпечення дієвості інструментів грошово-кредитної політики, механізму монетарної трансмісії, вибору монетарних режимів та й організації банківської справи загалом.

Поясненням цьому можуть бути щонайменше дві причини: 1) сліпе копіювання світового досвіду без реальної оцінки не тільки можливостей його адаптації до вітчизняних реалій, а й без прорахунку певних сценаріїв розвитку вітчизняної економіки після такого впровадження; 2) відсутність політичної волі щодо завершення адаптації чи імплементації світового досвіду, адже, як показує практика, адаптацію багатьох слушних прикладів не було завершено.

Не стало винятком й останнє масштабне впровадження світового досвіду в систему грошово-кредитного регулювання, яке передбачало зміну монетарного режиму з метою досягнення цінової та фінансової стабільності. Як відомо, результатом такого підходу стали найбільші за історію незалежності збитки банківської системи, виведення з ринку 90 банків, трикратна девальвація національної валюти, а в кінцевому підсумку – зниження ВВП з 180 до 90 млрд дол. США.

Тематика грошово-кредитного регулювання не є новою у вітчизняній науці, однак попри зміну економічних циклів, кон'юнктури ринків, політичної ситуації завжди залишається актуальною, оскільки

розглядає ефективність однієї із найважливіших регулятивних функцій держави: регулювання грошового обігу і кредиту. Питанням забезпечення ефективності грошово-кредитного регулювання в Україні присвятили свої праці багато науковців, зокрема такі, як: Андрейків Т. Я. [1], Гладких Д. М. [2], Дзюблук О. В. [3], Міщенко В. І. [4] та ін. Однак щодо обґрунтування вибору монетарного режиму є деякі розбіжності, зокрема в контексті інфляційного таргетування, які потребують ґрунтовного вивчення міжнародного досвіду з метою мінімізації негативних наслідків його зміни для національної економіки.

Мета статті

Таким чином, метою статті є вивчення світового досвіду у сфері адаптації грошово-кредитного регулювання до монетарного режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії та розробка теоретико-практичних висновків для України.

Виклад основного матеріалу дослідження

Безумовно, монетарний режим, який існував в Україні до середини 2014 року і полягав у жорсткому таргетуванні валютного курсу (режим фіксованого валютного курсу), потребував корекції, адже тривала підтримка валютного курсу впродовж 2009-2013 років на одному рівні хоча й забезпечувала цінову і фінансову стабільність у країні, однак накопичувала певні структурні дисбаланси в економіці та призводила до швидкого зниження обсягів офіційних резервних активів (рис. 1).

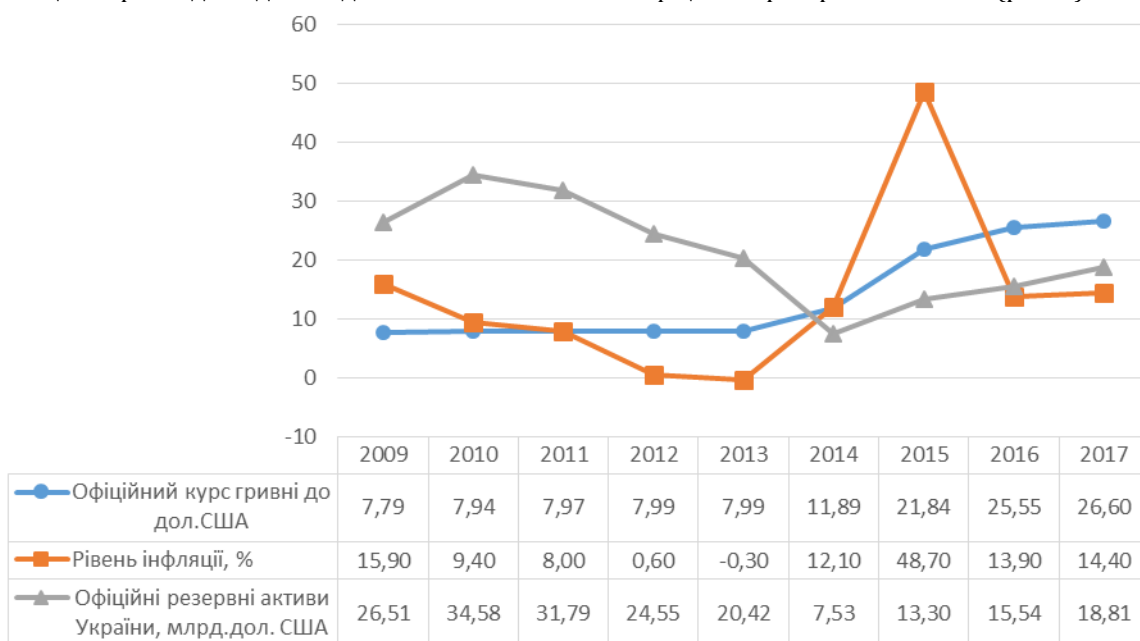


Рис. 1. Динаміка деяких показників валютного ринку та інфляції в Україні у 2009-2017 роках*

*Розраховано автором за даними НБУ [5].

Як бачимо з рисунку 1, тенденції у вітчизняній економіці спостерігалися такі, що криза була лише питанням часу, а Революція Гідності стала одним із основних факторів її прискорення.

Зважаючи на негативні тенденції в економіці, банківській системі та на валютному ринку, як антикризовий захід Національний банк України реалізував зміну монетарного режиму із таргетування валютного курсу на таргетування інфляції. Аналізуючи інформаційні матеріали Національного банку України, ми встановили, що причинами зміни монетарного режиму стала необхідність зниження інфляції, яка виникла внаслідок впливу економічної кризи. Хоча, на наш погляд, в умовах масштабної паніки на фінансових ринках та негативного шоку для національної економіки, спричиненого анексією Криму, війною на Донбасі та революційною зміною влади, метою повної зміни або корекції монетарного режиму повинно було стати формування зрозумілих для економічних агентів якорів монетарної політики та передбачуваного впливу монетарної трансмісії на економічний розвиток. Тобто основою монетарного режиму в умовах паніки повинні стати комунікаційні сигнали та чітко окреслені маяки монетарних індикаторів з метою створення позитивних ділових очікувань. Натомість, Національний банк України в ході реалізації заходів щодо зміни монетарного режиму припустився, на наш погляд, фатальної помилки, оголосивши про миттєвий перехід до режиму плаваючого валютного курсу, що лише посилювало паніку та спекулятивні операції на валютному ринку, які негативним чином відобразилися як на ціновій стабільності, так і на стабільності вітчизняної банківської системи.

Проте в публікаціях НБУ стверджується, що де-факто до застосування режиму інфляційного таргетування Національний банк перейшов на початку 2016 року. До цього тривала підготовча робота зі створення всіх критично необхідних передумов для його запровадження. На першому етапі (до 2015 року) були створені технічні передумови, зокрема побудовано макроекономічні моделі, розроблено квартальний прогностичний цикл. На другому етапі (у першій половині 2015 року) були створені інституційні передумови, у тому числі забезпечена незалежність Національного банку у використанні інструментів для досягнення своєї цілі, усунене фіскальне домінування, змінений процес прийняття рішень з монетарної політики. З другої половини 2015 року тривав третій етап – запровадження всіх ключових елементів інфляційного таргетування [5]. Окрім цього, наприклад у Дорожній карті Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування [6] з метою підтвердження безпомилковості рішень НБУ наведено досвід розвинутих країн світу та країн, що розвиваються, які внаслідок запровадження режиму інфляційного таргетування досягнули вагомих результатів у процесі зниження темпів інфляції, розвитку технічної інфраструктури центральних банків, покращення показників фінансової системи, підвищення інституційної незалежності центрального банку та досягнення стабільних темпів розвитку національних економік.

Акцентування уваги лише на монетарній складовій інфляційного таргетування та на дезінфляційних тенденціях унаслідок дії монетарного трансмісійного механізму, на наш погляд, може призвести до викривлення висновків про архіважливість певного монетарного режиму для національної економіки, що, вочевидь, мало місце в Україні. Обґрунтовуючи необхідність запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування, на наш погляд, Національний банк України знехтував аналізом макроекономічних та правових умов розвитку економік тих країн, які впровадили інфляційне таргетування, а також тих, досвідом яких він керувався. Окрім цього, певні прорахунки були допущені під час вивчення і розуміння національних особливостей економіки України, що в кінцевому підсумку мало вплив на ефективність монетарної політики загалом.

У цьому контексті потрібно зауважити, що ефективність дії механізму монетарної трансмісії в межах того чи іншого монетарного режиму залежить не тільки від визначеного поєднання каналів монетарної трансмісії та інструментів грошово-кредитної політики, а від умов і здатності фінансової системи й реального сектору поглинути спрямовані на них імпульси (рис. 2) та використати їх у процесі розширеного відтворення. Сьогодні створення таких умов є одним із першочергових завдань урядів розвинутих країн світу.

Повертаючись до аналізу світового досвіду щодо вибору монетарних режимів, зосередимо свою увагу на аналізі умов поглинання імпульсів механізму монетарної трансмісії в межах певного монетарного режиму, чого, на наш погляд, не було зроблено в оцінці світового досвіду інфляційного таргетування як Національним банком України, так і вітчизняними науковцями.

Еталонними країнами, що використовують монетарний режим інфляційного таргетування та які досягнули низького рівня інфляції, інституційної незалежності центрального банку, високих темпів економічного зростання є Нова Зеландія (першою серед країн світу впровадила інфляційне таргетування), Великобританія, Японія, Бразилія, Мексика, Ізраїль, Австралія, Канада, Польща та інші. Саме на досвід цих країн у сфері монетарних та організаційних аспектів формування основ режиму інфляційного таргетування в Україні спирається Національний банк. Однак, на наш погляд, успішна реалізація режиму інфляційного таргетування в цих країнах відбулося завдяки створення сприятливих умов для поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії.

Розглянемо умови та історичні аспекти поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії в Новій Зеландії (як країні, яка першою у світі впровадила режим інфляційного таргетування), яка в частині забезпечення сприятливого бізнес-середовища займає одне із провідних місць світу, адже за ефективністю монопольної політики займає перше місце у світі, що свідчить про мінімальний вплив (або повну його відсутність) монополій на формування цін на внутрішньому ринку. На відміну від Нової Зеландії, Україна займає 136 місце із 140 країн світу (табл. 1) за ефективністю антимонопольної політики, що відображає набір неринкових методів формування цін на продукцію національних виробників (наприклад: «Роттердам +»), а це свідчить про високий рівень немонетарної інфляції, що є неприпустимим у ході реалізації режиму інфляційного таргетування. Окрім цього, Нова Зеландія посідає перше місце у світі за легкістю ведення бізнесу та за мінімальним рівнем корупції (Україна – 76 і 131 місця відповідно), що дозволяє реальному сектору економіки ефективно використовувати кредитні ресурси комерційних банків, а внаслідок стабільності цін на активи – залучати додаткове фінансування для своєї діяльності на фондовому ринку. Про високі масштаби кредитно-фінансової підтримки розвитку бізнесу свідчить коефіцієнт монетизації економіки.

Значну увагу слід звернути на фактори платіжного балансу Нової Зеландії, де, на відміну від України, частка експорту сировини в сукупному експорті товарів становить лише 5 % (в Україні – 60 %), що убезпечує економіку країни від втрат унаслідок коливання цін на сировину, як це відбувається в Україні. Імпорт енергоносіїв як однієї з основних складових інфляційної спіралі в Новій Зеландії

становить всього 9 %, а коефіцієнт відкритості економіки – 57 % (в Україні – 40 і 97 % відповідно), що свідчить про порівняно великі масштаби внутрішнього ринку, а це створює умови для мінімізації негативного впливу цін імпортованих товарів на розвиток економіки.

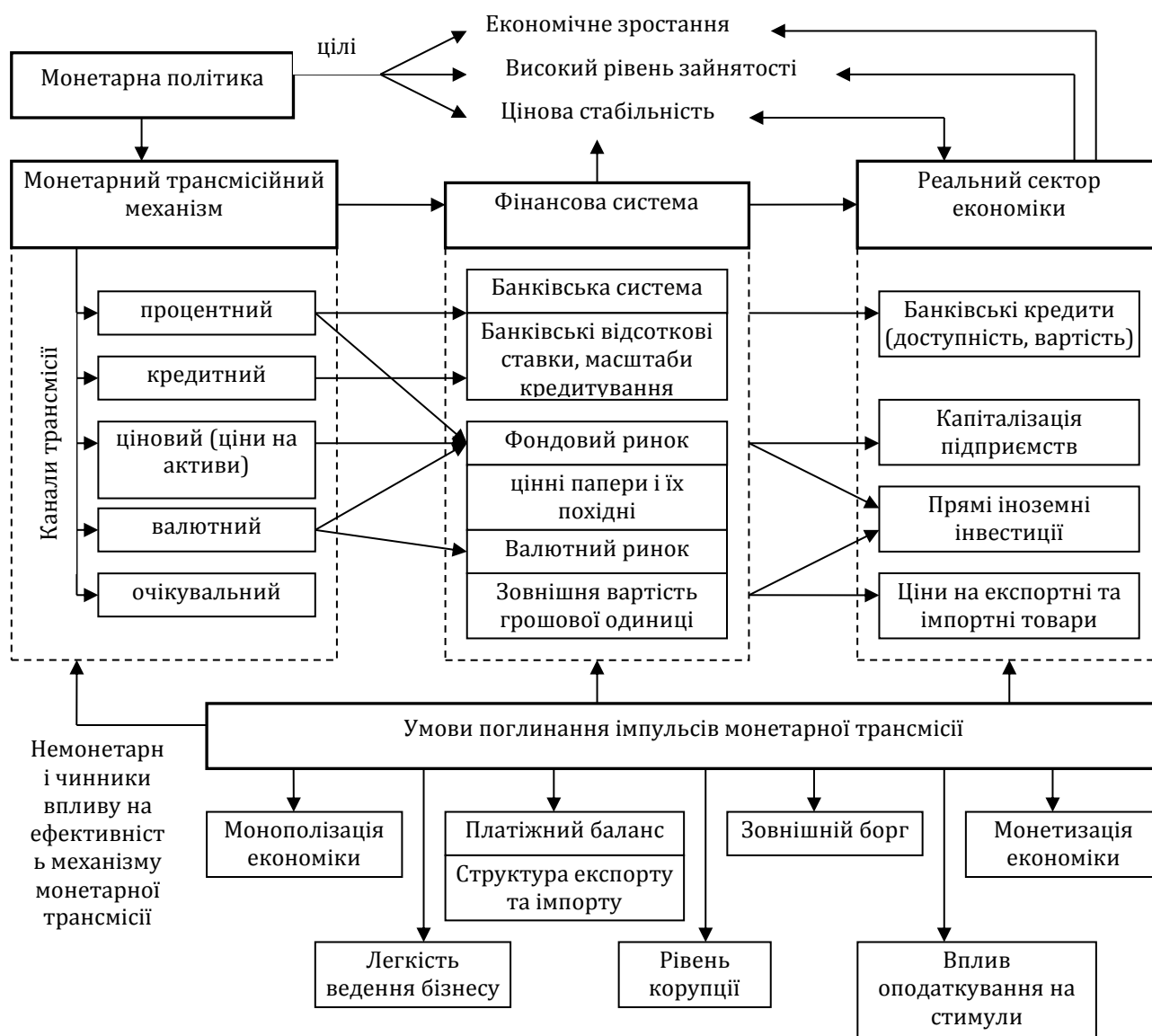


Рис. 2. Структурно-логічна схема дії механізму монетарної трансмісії в умовах впливу немонетарних чинників на його ефективність*

*Власна розробка.

Однак, попри високий рівень розвитку економіки Нової Зеландії, сприятливе правове та бізнес-середовище, перехідний етап упровадження таргетування інфляції в цій країні тривав дев'ять років: з 1990 по 1999 рік. Так у перші роки практики таргетування інфляції її успіх був продиктований оптимізацією правового поля грошово-кредитної та фіскальної політики, що дозволяло разом із монетарними змінами забезпечити високий рівень фіскальної дисципліни, для чого було прийнято нову редакцію закону про центральний банк (1989 р.) та закону про державні фінанси (1989 р.). Відповідно до закону про державні фінанси Міністерство фінансів зобов'язано надати суспільству переконливі докази соціальної доцільності державних позик [9, с. 44-45]. У результаті застосування цього принципу, на тлі інших положень закону, починаючи з 1994 р., Державний бюджет зводиться з профіцитом, а обсяг державного боргу за період дії закону знизився з 58,0 % ВВП за підсумками 1989 р. до 25,0 % ВВП за підсумками 2016 р. Таким чином, законодавство зобов'язувало центральний банк і міністерство фінансів Нової Зеландії узгоджувати свої дії з метою досягнення заявленого цінового орієнтира.

Окрім цього, надзвичайно важливим досвідом для України у сфері формування правової основи ефективного застосування монетарного режиму, в Новій Зеландії є механізм правового закріплення цілей грошово-кредитної політики. Так перед призначенням будь-якої особи на посаду голови

Резервного банку Нової Зеландії або перед перепризначенням на цю посаду чинного голови, міністр фінансів укладає зі згаданою персоною угоду, в якій фіксуються цілі грошово-кредитної політики, досягнення яких забезпечує виконання Резервним банком його основної функції. Цілі грошово-кредитної політики можуть бути встановлені на весь термін призначення на посаду голови Резервного банку (п'ять років) або на термін, спеціально обумовлений в угоді, або за допомогою комбінації обох способів. Міністр фінансів і голова Резервного банку можуть час від часу переглядати або змінювати цілі грошово-кредитної політики.

Таблиця 1. Деякі показники макроекономічних та правових умов поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії*

Назва показника		Країна	
		Нова Зеландія	Україна
Фактори платіжного балансу	Експорт сировини/Сукупний експорт товарів	5	60
	Експорт переробної промисловості/Сукупний експорт товарів	78	28
	Імпорт енергоресурсів/Сукупний імпорт товарів	9	40
	Відкритість економіки	57	97
Макроекономічні умови	Монетизація економіки	114	48
	Державні витрати до ВВП	39	51
	Державний борг до ВВП	25	79
	Зовнішній борг до ВВП	106	126
Бізнес-середовище (місце країни в рейтингу країн світу)	Інтенсивність локальної конкуренції	16	99
	Домінування великих компаній на внутрішньому ринку	26	98
	Ефективність антимонопольної політики	1	136
	Вплив оподаткування на стимули для інвестування	14	129
	Наявність нетарифних бар'єрів	5	116
	Легкість ведення бізнесу	1	76
	Рівень корупції	1	131

*Побудовано автором на основі даних [7], [8].

Міністр фінансів забезпечує оформлення домовленості з головою Резервного банку про цілі грошово-кредитної політики в письмовій формі. Голова Резервного банку забезпечує подання підписаних угод про цілі грошово-кредитної політики раді директорів Резервного банку на ознайомлення на першій нараді після дати їх підписання. Міністр фінансів у максимально короткий строк подає підписані угоди палаті представників, а також забезпечує їх публікацію у пресі.

Крім відповідальності центрального банку за ціль по інфляції, зазначені положення накладають персональну відповідальність на голову Резервного банку. Обов'язок голови Резервного банку полягає в тому, щоб гарантувати відповідність заходів грошово-кредитної політики поставленим цілям [10; 11].

Таким чином, зазначені нормативно-правові засади узгодженості цілей грошово-кредитної політики та визначення персональної відповідальності голови центрального банку за їх виконання знижує ймовірність залежності центрального банку від інших органів влади, що дає змогу ефективно проводити свою діяльність.

Досліджуючи досвід країн світу, які проводять інфляційне таргетування, варто звернути увагу на те, що тільки десять із двадцяти восьми країн (за даними МВФ станом на 2014 рік) реалізують його в чистому вигляді, а саме: Австралія, Канада, Чилі, Ізраїль, Японії, Мексика, Норвегія, Польща, Швеція і Великобританія. Інші країни як монетарний режим використовують гнучке таргетування інфляції, яке передбачає управління валютним курсом шляхом здійснення валютних інтервенцій та управління банківською ліквідністю відповідно до досягнення цілей із забезпечення високих темпів економічного зростання.

У цьому контексті передовим, на наш погляд, є також досвід Нової Зеландії, яка в перші дев'ять років реалізації інфляційного таргетування поряд із встановленням цілей по інфляції встановлювала цілі із досягнення валютної стабільності і високого рівня ліквідності банківської системи, який виступав проміжною ціллю грошово-кредитної політики.

Досягненню цієї цілі сприяли вільно плаваючий валютний курс і фінансування дефіциту Державного бюджету за допомогою ринкових механізмів (емісії боргових облігацій). Контроль за обсягом ліквідності забезпечувався за рахунок операцій на відкритому ринку. На грошові ресурси на

рахунках Резервного банку для розрахунків у банківській системі нараховувалися відсотки за процентною ставкою нижче ринкової з тим, щоб знизити бажання банків зберігати надлишкові резерви. Їх обсяг ніколи не перевищував 0,1 % загального обсягу депозитів, що зберігаються в банківській системі. В Україні ж, після впровадження режиму інфляційного таргетування ставки за депозитними сертифікатами (які відображали обсяг надлишкових резервів банків) були вищими, ніж ставки за кредитами реальному сектору економіки, а в певний період – навіть вищими, ніж ставки за кредитами рефінансування овернайт, що знижувало ефективність відсоткової політики та не сприяло ефективному перерозподілу банківської ліквідності як у межах банківської системи, так і в межах всієї економіки.

Практика показала, що управління банківською ліквідністю в Новій Зеландії не дозволяє ефективно впливати на грошово-кредитні умови, в результаті чого ринкові відсоткові ставки в цей період характеризувалися значною волатильністю і залишалися слабко передбачуваними. До кінця 80-х рр. так і не склалося розуміння того, як відсоткові ставки впливають на інфляцію. Водночас Резервний банк Нової Зеландії за п'ятирічний період спостережень отримав уявлення про те, як впливає валютний курс на інфляцію. Виявилося, що одновідсоткова зміна валютного курсу (за індексом TWI) приводила до зміни індексу споживчих цін у наступному році на 0,4 відсоткового пункту. Ця закономірність лягла в основу системи таргетування інфляції в перші роки нового режиму грошово-кредитної політики. Виходячи зі складного відхилення інфляції від поставленої мети, для валютного курсу визначалися межі («conditional comfort zone»), на які потрібно орієнтуватися з тим, щоб досягти мети щодо інфляції. При цьому Резервний банк не оголошував жодних орієнтирів за валютним курсом, хоча правило «коефіцієнта 0,4» було представлено громадськості, що дозволяло фінансовим ринкам досить точно визначати «зону комфорту» для валютного курсу [9, с. 48-49; 12].

Отже, в перші роки інфляційного таргетування Резервний банк Нової Зеландії не встановлював відсоткові ставки (інструмент офіційної відсоткової ставки з'явився тільки в 1999 р), а основними інструментами досягнення мети щодо інфляції були орієнтир обсягу ліквідності банківської системи і не оголошена громадськості «зона комфорту» для валютного курсу. Незважаючи на обмежені можливості впливати на грошово-кредитні умови, Резервному банку вдалося досягти значних успіхів у контролі за інфляцією. Важливою ланкою, що забезпечила ефективність сформованої системи, була інформаційна складова політики Резервного банку. Виявилося, що для формування спрямованого впливу на інфляцію зовсім не обов'язково вдаватися до використання інструментів грошово-кредитної політики, що змінюють рівні банківської ліквідності та валютного курсу. У більшості випадків виявляється достатнім надати пояснення позиції Резервного банку. Менеджмент комерційних банків розумів, що заходами грошово-кредитної політики Резервний банк буде домагатися оголошеного коригування грошово-кредитних умов, а отже, відповідної динаміки валютного курсу і відсоткової ставки. Тому одного оголошення офіційної позиції виявлялося достатнім для початку руху грошово-кредитних умов у потрібний бік, часом зовсім позбавляючи Резервний банк від коригування грошово-кредитних інструментів. Це дозволяло мінімізувати негативний вплив певних факторів на фінансовий стан комерційних банків, пов'язаних з проведенням інфляційного таргетування.

У кінці 1990-х років Резервний банк відмовився від практики впливу на динаміку цін за допомогою валютного курсу. Значною мірою відмова пов'язана з ослабленням правила «коефіцієнта 0,4». Зниження взаємозв'язку між валютним курсом та інфляцією в короткостроковій перспективі спостерігалось також в інших країнах, що проводили таргетування інфляції. Нове правило впливу на інфляцію стало більш складним, що враховує відхилення реального валютного курсу, реальних відсоткових ставок, реального ВВП від потенційних рівнів (близьких або таких, що збігаються з усередненими за бізнес-циклом значеннями). Перехід до нового правила зумовив збільшення періоду, на який потрібно було прогнозувати інфляцію. Управління ліквідністю та інформаційна політика залишилися найважливішими інструментами Резервного банку Нової Зеландії [9, с. 50].

Таким чином, підсумовуючи досвід Нової Зеландії в сфері таргетування інфляції, можна зробити висновок, що успішному його впровадженню передували налагодження жорстких правових умов діяльності центрального банку, напрямків узгодженості монетарної і фінансової політики (насамперед – боргової), а також порівняно довгий перехідний період, який передбачав досягнення цілей щодо забезпечення високого рівня ліквідності банківської системи та стабільності валютного курсу шляхом використання правила грошово-кредитної політики, яке, по суті, передбачало встановлення неоголошеного валютного коридору. Звідси досягнення цілі по ліквідності банківської системи шляхом мінімізації надлишкових резервів банків сприяло розвитку кредитування реального сектору економіки, а це призвело до високого рівня її монетизації (114% станом на 2016 рік) та високих темпів економічного зростання, досягнення цілі по валютному курсу, що спочатку було основою досягнення цілей по інфляції, сприяло позитивним діловим очікуванням суб'єктів підприємницької діяльності і населення і, як наслідок, поживавленню ділової активності.

Щодо України, то, враховуючи досвід Нової Зеландії та з метою формування ефективного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах інфляційного таргетування, а також

чітких сигналів для суб'єктів економіки, необхідно запровадити правило монетарної політики, яке б передбачало створення цільових орієнтирів не тільки по інфляції, а й по валютному курсу й відсотковій ставці. Використовуючи виробничу функцію Кобба-Дугласа та можливості Microsoft Excel, розрахуємо вплив зміни середньозваженої ставки рефінансування та валютного курсу на динамку індексу споживчих цін, з огляду на аналіз даних Національного банку України за 2012-2017 роки. Отримані дані відобразимо на рисунку 3.

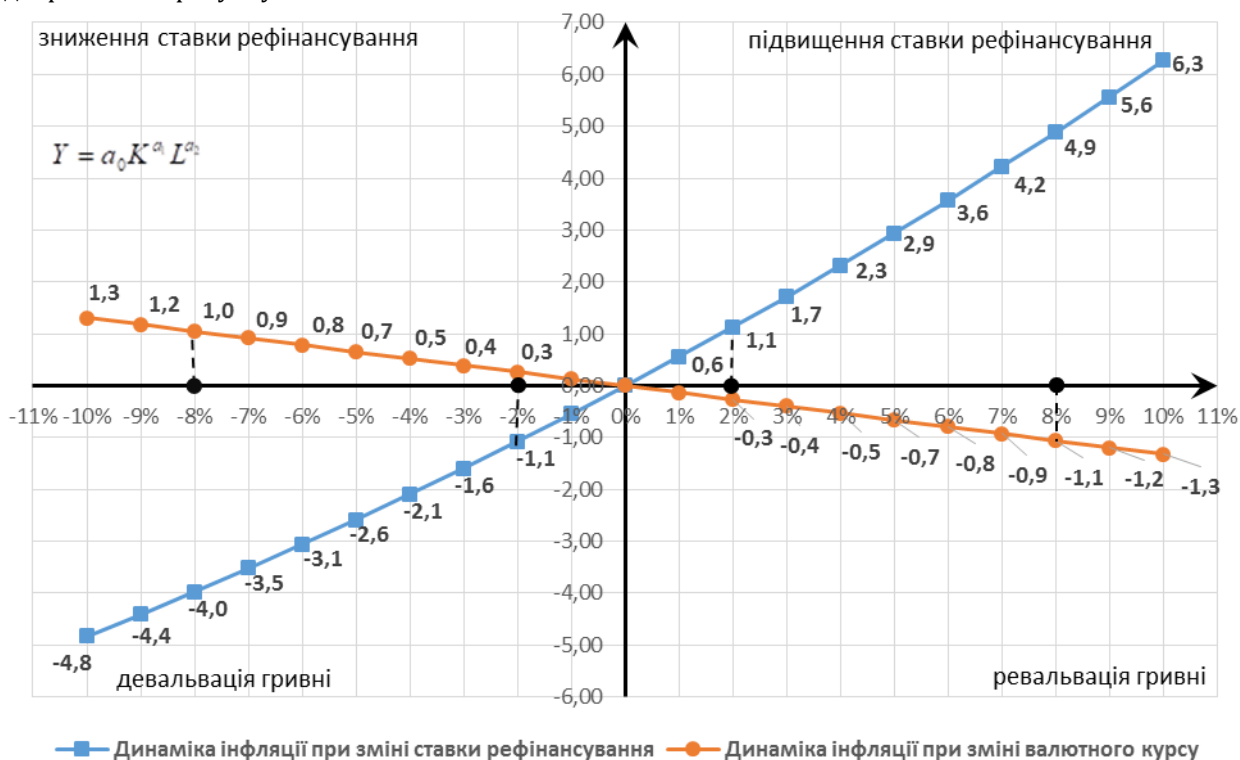


Рис. 3. Розрахункові значення впливу зміни валютного курсу на зміну інфляції в Україні за період січень 2012-січень 2018 років*

*Розраховано автором за даними НБУ [5].

Як бачимо з рисунку 3, при зміні середньозваженої ставки рефінансування на 2 % інфляція змінюється на 1,1 %, однак така зміна не є обернено пропорційною, а це означає, що відсоткова ставка реагує на інфляцію, а не навпаки. Тобто в Україні середньозважена ставка рефінансування або облікова ставка не відзначається високою дієвістю, оскільки при їх підвищенні інфляція не знижується (як це відбувається в розвинутих країнах та країнах, що використовують режим інфляційного таргетування), а навпаки підвищуються. Така ситуація свідчить про те, що в Україні існує інфляція витрат і у випадку підвищення середньозваженої ставки рефінансування зростає вартість ресурсів для підприємств, а отже, і собівартість продукції.

Що ж стосується валютного курсу, то при його зміні на 8 % інфляція змінюється на 1 % в обидва боки, тобто при ревальвації гривні інфляція знижується, а при девальвації – підвищується, що підтверджує наявність інфляції витрат. У такому випадку основним інфляційним якорем є валютний курс, а відсоткова ставка виконує роль допоміжного інструменту.

Однак варто зауважити, що сьогодні вже не доцільно відмовлятися від режиму інфляційного таргетування, адже такий захід нестиме нові шоки як для грошово-кредитного ринку, так і для економіки загалом. Більш доцільно скористатися світовим досвідом щодо реалізації гнучкого інфляційного таргетування з урахуванням особливостей розвитку національної економіки.

На наш погляд, гнучке інфляційне таргетування в Україні повинно передбачати певну систему коридорів з чіткими межами зміни відсоткової ставки та валютного курсу. Так, зважаючи на наявність великих обсягів надлишкових резервів комерційних банків, Національному банку варто запровадити асиметричний коридор відсоткових ставок, який передбачатиме можливість встановлення великої різниці між відсотковими ставками за активними та пасивними операціями, що, з одного боку дозволить зробити відсоткову політику більш передбачуваною, а з іншого – підвищить ефективність механізму управління ліквідністю банківської системи. Особливу увагу в цьому контексті варто звернути на нижню межу асиметричного відсоткового коридору, тобто відсотковій ставці за депозитними сертифікатами НБУ овернайт, яка повинна виконувати не стимулюючу (як це є в Україні на даний час), а штрафну

функцію для банків, які накопичують надлишкові резерви. Тобто відсоткова ставка за депозитними сертифікатами повинна бути мінімальною і спрямованою на те, щоб банки ефективніше використовували свої надлишкові резерви для кредитування реального сектору економіки. Верхня межа асиметричного коридору повинна встановлювати мінімальну вартість кредитних ресурсів в економіці, з огляду на необхідність регулювання номінального ВВП та інфляції попиту, але не інфляції витрат. Встановлення асиметричного відсоткового коридору дасть змогу Національному банку України здійснювати ефективний вплив на монетарну інфляцію попиту та на ліквідність банківської системи.

Досягнення ж інфляційної цілі шляхом мінімізації інфляції витрат, виходячи із структури вітчизняного зовнішньо торгівельного обороту, можливе, на наш погляд, у випадку запровадження гнучкого валютного коридору (так званої політики «валютної змії»). За проведеними нами розрахунками (див. рис. 3) валютний коридор може бути встановлений у межах від -8 % до +8 % динаміки валютного курсу гривні відносно до долара США. Дотримання такого коридору, з одного боку, дасть змогу оголосити «комфортні зони» для бізнесу на зразок Нової Зеландії, що відповідно розширить горизонт бізнес-планування, а з іншого – дозволить досягнути інфляційної цілі з відхилення на ± 1 %.

Висновки та перспективи подальших розвідок

Підсумовуючи вищесказане, можна зробити висновок про необхідність оптимізації грошово-кредитного регулювання Національного банку України в межах існуючого режиму інфляційного таргетування шляхом підвищення його гнучкості та врахування особливостей національної економіки, які характеризуються негативним бізнес-кліматом, неефективною структурою експорту та імпорту, а також низьким рівнем інноваційно-технологічного укладу та не дозволяють ефективно поглинати імпульси монетарного трансмісійного механізму. Окрім цього, потрібно зауважити, що під час вивчення міжнародного досвіду у сфері грошово-кредитної політики необхідно досконало аналізувати структуру економіки і особливості бізнес-середовища іноземної країни, адже ці фактори мають вирішальний вплив на дієвість монетарних інструментів та ефективність монетарних режимів. Зважаючи на значні структурні дисбаланси розвитку національної економіки, негативний бізнес-клімат та переважання факторів інфляції витрат над факторами інфляції попиту, Національному банку варто модифікувати режим інфляційного таргетування в частині збільшення його гнучкості та адаптивності, розробити монетарне правило, яке б ураховувало роль валютного курсу в процесі формування інфляційних трендів та формувало чіткі монетарні маяки для всіх економічних агентів з метою розвитку позитивних ділових очікувань.

Список літератури

1. Андрейків, Т. Я. Особливості та основні напрями вдосконалення грошово-кредитної політики в Україні / Т. Я. Андрейків // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики. – 2014. – Вип. 1. – С. 228-235.
2. Гладких, Д. М. Актуальні проблеми реалізації грошово-кредитної політики в Україні та основні напрямки їх вирішення [Текст] / Д. М. Гладких // Науковий вісник Ужгородського національного університету: серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство / голов. ред. М. М. Палінчак. – Ужгород: Гельветика, 2017. – Вип. 14. – № Ч. 1. – С. 56-60.
3. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / О. В. Дзюблюк, М. Д. Алексеєнко, В. В. Корнеєв [та ін.]; за ред. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль: Осадца Ю. В., 2017. – 298 с.
4. Міщенко, В. І. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції / В. І. Міщенко, С. В. Міщенко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 1. – С. 421-428.
5. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
6. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.
7. Schwab, Klaus. The Global Competitiveness Report 2015–2016 / World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf.
8. The observatory of economic complexity: ОЕС [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://atlas.media.mit.edu/en/>.
9. Жигаєв, А. Ю. Денежно-кредитная политика в Новой Зеландии / А. Ю. Жигаєв // Деньги и кредит. – М: Финансы и статистика, 2010. – №2. – С. 42-51.
10. Трунин, П. В. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования / П. В. Трунин, А. В. Божечкова, А. М. Киюцевская // Деньги и кредит. – №4. – 2015. – С. 61-67.

-
11. Бобкова, Д. А. Зарубежный опыт денежно-кредитного регулирования развитых стран, применяющих инфляционное таргетирование / Д. А. Бобкова // Вестник Самарского государственного экономического университета. – №3 (125). – 2015. – 145-150.
 12. Моисеев, С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие / С. Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.

References

1. Andreykiv, T. Ya. (2014). Osoblyvosti ta osnovni napryamy vdoskonalennya hroshovo-kredytnoyi polityky v Ukrayini. *Finansovo-kredytna diyal'nist': problemy teorii ta praktyky*, 1, 228-235.
2. Hladkykh, D. M. (2017). Aktual'ni problemy realizatsiyi hroshovo-kredytnoyi polityky v Ukrayini ta osnovni napryamky yikh vyrishennya. *Naukovyy visnyk Uzhhorods'koho natsional'noho universytetu: seriya: Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo*, 14(1), 56-60.
3. Dzyublyuk, O. V., Alekseyenko, M. D., Korniyev, V. V. (2017). *Teoriya i praktyka hroshovoho obihu ta bankivs'koyi spravy v umovakh hlobal'noyi finansovoyi nestabil'nosti*. Ternopil': Osadtsa Yu. V.
4. Mishchenko, V. I. & Mishchenko, S. V. (2015). Udoskonalennya diyi kanaliv transmissiynoho mekhanizmu hroshovo-kredytnoyi polityky v Ukrayini v umovakh perekhodu do tarhetuvannya inflyatsiyi. *Aktual'ni problemy ekonomiky*, 1, 421-428.
5. *Ofitsiyyny sayt Natsional'noho banku Ukrayiny*. (2018). Retrieved from: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
6. *Dorozhnya karta Natsional'noho banku Ukrayiny z perekhodu do inflyatsiynoho tarhetuvannya*. (n.d.). Retrieved from: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.
7. Schwab, Klaus. (2017). *The Global Competitiveness Report 2015-2016*. Retrieved from: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf.
8. *The observatory of economic complexity: OEC*. (n.d.). Retrieved from: <https://atlas.media.mit.edu/en/>.
9. Zhyhaev, A. Yu. (2010). Denezhno-kredytnaya polityka v Novoy Zelandyy. *Den'hi i kredit*, 2, 42-51.
10. Trunyn, P. V., Bozhechkova, A. V., Kyutsevskaya, A. M. (2015). O chem hovoryt mirovoy opyt inflyatsionnoho tarhetirovaniya. *Den'hy y kredit*, 4, 61-67.
11. Bobkova, D. A. (2015). Zarubezhnyy opyt denezhno-kreditnoho rehulirovaniya razvitykh stran, primenyayushchikh inflyatsionnoe tarhetirovanie. *Vestnyk Samarskoho hosudarstvennoho ekonomicheskoho unyversiteta*, 3 (125), 145-150.
12. Moiseev, S. R. (2011). *Denezhno-kreditnaya politika: teoriya i praktika*. Moscow: Moskovskaya finansovo-promyshlennaya akademiya.

Стаття надійшла до редакції 10.03.2018 р.