

**Чирак І. М.,**

аспірант кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету

## ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В КРАЇНАХ З РИНКАМИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

*У статті розглянуто особливості реалізації монетарної політики у країнах з різним рівнем соціально-економічного розвитку. Проаналізовано переваги і недоліки основних типів монетарних режимів і зроблено висновки щодо доцільності їх запровадження в країнах з ринками, що розвиваються.*

**Ключові слова:** монетарна політика, таргетування обмінного курсу, таргетування грошових агрегатів, таргетування інфляції, монетарна політика без встановлення “номінального якоря”.

*В статье рассмотрены особенности реализации монетарной политики в странах с разным уровнем социально-экономического развития. Проанализированы преимущества и недостатки основных типов монетарных режимов и сделаны выводы о целесообразности их внедрения в странах с развивающимися рынками.*

**Ключевые слова:** монетарная политика, таргетирование обменного курса, таргетирование денежных агрегатов, таргетирование инфляции, монетарная политика без установки “номинального якоря”.

*The article discusses the features of monetary policy in countries with different socio-economic development levels. The advantages and disadvantages of basic types of monetary regimes are analyzed and conclusions about the advisability of their introduction in countries with emerging markets are made.*

**Keywords:** monetary policy, exchange rate targeting, targeting of monetary aggregates, inflation targeting, monetary policy without installing a “nominal anchor”.

**Постановка проблеми.** Світова фінансова криза 2007-2009 рр. негативно вплинула на економіки більшості країн світу і, особливо, країн з ринками, що розвиваються, що проявилось у спаді виробництва, посиленні інфляційних процесів, девальвації національних валют і значних дефіцитів державних бюджетів. Проте масштаби негативних наслідків суттєво відрізняються, що пов'язується окремими економістами з наявними відмінностями монетарних режимів у цих країнах. Ці обставини підвищують актуальність дослідження різних типів режимів грошово-кредитної політики, їх дієвості та можливості застосування в країнах з різним рівнем соціально-економічного розвитку в умовах посилення глобальної фінансової нестабільності.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Протягом тривалого періоду часу теоретичні та практичні аспекти режиму монетарної політики є полем для гострих дискусій вітчизняних та зарубіжних вчених, які намагаються знайти шляхи стабілізації фінансово-економічної ситуації. Особливо помітні внески в дослідження цих проблем здійснили українські вчені О. Береславська, А. Гальчинський, Н. Гребеник, О. Дзюблук, В. Козюк, В. Корнеєв, В. Лагутін, В. Міщенко, С. Міщенко, А. Сомик, О. Щербакова і зарубіжні вчені С. Андрюшин, П. Гарбер, М. Гевін, М. Єршов, Г. Кальво, Ф. Мишкін, І. Морено, С. Рейнхарт, М. Савастано, Б. Фрідмен, Р. Хаусман та інші. У більшості наукових доробок основна увага зосереджена на дослідженні дієвості монетарної політики та напрямках її удосконалення. Водночас у науковій літературі недостатньо уваги приділено висвітленню особливостей реалізації грошово-кредитної політики в країнах з ринками, що розвиваються, та обґрунтуванню діяльності використання ними певного монетарного режиму.

**Мета і завдання дослідження.** Метою статті є дослідження особливостей функціонування режимів монетарної політики в країнах з різним рівнем соціально-економічного розвитку, їх дієвості та спроможності запобігати посиленню фінансової нестабільності, а в разі потреби – нейтралізації її негативних наслідків у країнах з ринками, що розвиваються.

**Виклад основного матеріалу.** Реалізація монетарної політики у країнах з ринком, що розвивається, стикається з дещо іншими проблемами, ніж у економічно розвинутих країнах. На відміну від розвинутих країн, які мають вже досить великий досвід з її проведення, країни з ринком, що розвивається, налягоджують цю діяльність переважно в умовах валютної і фінансової нестабільності, високої інфляції та масової втечі капіталів. Успішне вирішення цих проблем вимагає створення ефективних механізмів реалізації кінцевої цілі розвитку економіки, якою для більшості країн є цінова стабільність.

Досягнення цієї мети повинно відбуватися шляхом вибору та дотримання певного режиму монетарної політики, “який буде максимально відповідати соціально-економічним умовам і цілям розвитку країни і враховувати ступінь зрілості національного фінансового ринку” [1, с. 70-71]. При цьому беруться до уваги не лише пріоритетні цілі центрального банку на певний момент часу, але й поточні макроекономічні та інституційні умови, канал регулювання пропозиції грошей в економіці (канал грошової трансмісії).

В економічній літературі та на практиці виділяються чотири основні типи режимів монетарної політики: таргетування обмінного курсу, таргетування грошових агрегатів, таргетування інфляції, а також грошово-кредитна політика без встановлення "номінального якоря".

Варто зауважити, що кожному із режимів грошово-кредитної політики властиві як переваги, так і недоліки, тому їх впровадження вимагає врахування поточного стану економічного розвитку країни і фінансової системи. Багатьма вченими і практиками проаналізовано ці режими грошово-кредитної політики та ефективність їх функціонування у певних країнах. Зокрема, Ф. Мишкін і М. Савантано розробили теоретичну основу для виявлення їх переваг і недоліків на основі проведення монетарної політики у країнах Латинської Америки [2].

Історично найбільш раннім режимом грошово-кредитної політики є таргетування обмінного курсу, якому надають перевагу центральні банки більшості країн, що розвиваються [3]. На початок 2008 р. певна форма прив'язки валютного курсу використовувалась у 81 країні світу [4]. У зарубіжній літературі переважно вживаються терміни "жорсткий валютний курс" або "жорстка прив'язка". При цьому виділяють дві форми політики "жорсткої прив'язки": валютну раду і повну доларизацію. За валютної ради національна валюта на 100% підтримується іноземною валютою, обмінний курс фіксований і закріплений правовими документами. При повній доларизації країна відмовляється від власної національної грошової одиниці і використовує іноземну як для зовнішніх операцій, так і всередині країни.

З метою подолання гіперінфляції режим "жорсткої прив'язки" у формі валютної ради був наріжним каменем стабілізаційної програми 1990-1991 років в Аргентині. З прийняттям "жорсткої прив'язки" (закон від 1 квітня 1991 року) центральний банк країни фактично здійснював квазіуправління і міг проводити додаткову емісію грошей лише при їх повному забезпеченні іноземною валютою. Закон відмінив всі види валютного контролю, положення про повну індексацію та дозволив контракти, які оплачувалися іноземною валютою [5].

Перші чотири роки квазівалютного управління були дуже успішними і стали прикладом подолання інфляції, яка знизилася з 800% річних у 1990 р. до менше ніж 5% до кінця 1994 р. Вдалося також досягти значного прискорення економічного зростання (у середньому 8% на рік), скоротити бюджетний дефіцит до 1% від ВВП, здійснити низку структурних реформ. Проте після мексиканської кризи 1994 р. спекулятивні атаки проти аргентинського песо призвели до виникнення банківської кризи, різкого падіння цін на акції і облігації, скорочення депозитних вкладів на 17% і втрати країною золотовалютних резервів на суму 5,5 млрд. дол. США. Усе це призвело до значного скорочення обсягу грошової маси і підвищення короткострокової ставки до 70%. У реальному секторі економіки ситуація значно погіршилася – рівень безробіття збільшився до 18%, а реальний ВВП зменшився на 3% [6].

За умов ослабленого фінансового становища і відсутності доступу до іноземних кредитів аргентинський уряд покривав борг за рахунок банківської системи, що призвело до зниження ліквідності банків, зростання проблемних кредитів, паніки серед вкладників та масового вилучення депозитів. З 2002 року уряд країни відмовився від режиму прив'язки у формі валютної ради.

Прикладом режиму жорсткої прив'язки у виді повної доларизації виступає Панама. Вважається, що саме завдяки цьому режиму країні вдалося підтримувати інфляцію на низькому рівні. Так, у 1960-2000 роках середній щорічний рівень інфляції становив 2,8%, що значно нижче, ніж в інших країнах Латинської Америки. За цей період зростання ВВП в середньому становило 4,2% на рік, але воно було нерівномірним, що, на думку експертів, пояснюється волатильністю режиму обмінного курсу [7].

Мають місце також твердження, які, на нашу думку, є небезпідставними, що досягнення низьких темпів інфляції у Панамі відбулося не тільки за рахунок повної доларизації, а, в першу чергу, завдяки специфічному функціонуванню банківської системи країн (спрощене ліцензування і вимоги до кредитного портфеля іноземних банків, посилення таємниці банківської діяльності, спрощення умов для руху капіталів, що у кінцевому підсумку перетворило Панаму в офшорний банківський центр) [8].

Банківська криза 1988-1989 років, яка виникла в результаті економічних санкцій, введених США проти Панами, викликала лавину вилучень вкладів з банків, що мало не призвело до розвалу панамської платіжної системи (скорочення грошової маси на 30%), а також зменшення реального обсягу виробництва на 18 % [9]. Це доводить, що режим жорсткої прив'язки у вигляді повної доларизації не забезпечує країну від спекулятивних атак і банківської паніки, але ставить у підвищену економічну та політичну залежності від США.

Аналіз використання режиму жорсткої прив'язки в Аргентині та Панамі дозволяє дійти певних висновків. По-перше, для успішного функціонування режиму необхідні дві умови: стійкі банківська і фінансова системи, а також виважена і стабільна податково-бюджетна політика країни. Малий дефіцит бюджету був запорукою для раннього успіху валютної ради в Аргентині, але постійно зростаючий фіскальний дисбаланс підвищує стурбованість щодо стабільності жорсткої прив'язки і призвів до відмови від валютної ради. По-друге, за жорсткої прив'язки банківська система країни залишається об'єктом спекулятивних атак і є чутливою до фінансової нестабільності. За умов валютної ради банківська сис-

тема більш чутлива до зовнішніх шоків, а за повної доларизації – до волатильності курсу долара. І, по-третє, режим жорсткої прив'язки в країнах з ринком, що розвивається, доцільно використовувати лише у середньостроковій перспективі для подолання високої інфляції і там, де політичні та економічні інститути нездатні підтримувати незалежність центрального банку і його орієнтацію на цінову стабільність.

Що ж до запровадження режиму таргетування обмінного курсу, то міжнародний досвід дозволяє стверджувати як про його явні переваги, так і серйозні недоліки для країн з ринком, що розвивається. Перевагами цього режиму є те, що, по-перше, встановлення номінального якоря прив'язує рівень інфляції у країні до темпів зростання цін на товари і, таким чином, стримується інфляція. По-друге, інфляційні очікування прямують до рівня інфляції у країні валюти-якоря, де він, як правило, значно нижчий. Серед недоліків режиму потрібно виділити звуження можливостей центрального банку в управлінні грошово-кредитною політикою, посилення вразливості економіки від економічних шоків у країні валюти-якоря та національної валюти від дій міжнародних спекулянтів.

Режим таргетування грошових агрегатів переважно використовують розвинуті країни з досить великими за обсягами або традиційно замкненими економіками (США, Великобританія, Канада, Японія, Швейцарія, країни Європейського Союзу). Перевагами цього режиму вважаються широкі можливості центральних банків для приведення грошово-кредитної політики відповідно до внутрішніх потреб економіки, незалежно від зовнішніх шоків. Ринок оперативно отримує інформацію про поточний стан грошової сфери, що прискорює стабілізацію інфляційних очікувань і допомагає уникнути проблем, пов'язаних з непослідовністю грошово-кредитної політики.

Однак для успішного функціонування такого режиму необхідні сильні та стійкі зв'язки між головними орієнтирами макроекономіки (інфляція, обсяг виробництва, зайнятість) і динамікою грошового агрегату, що таргетується, та повний контроль центральним банком за його динамікою. Проте центральний банк спроможний переважно контролювати лише вузькі грошові агрегати, наприклад, грошову базу. Динаміка ж грошової маси (M2 або M3) залежить від рішень великої кількості економічних агентів і найбільш стійкий зв'язок між змінами реальних змінних і динамікою грошової маси простежується саме для цього виду грошових агрегатів. Відсутність стійких співвідношень між динамікою грошових агрегатів та поведінкою цільових змінних позбавляє центральні банки можливості досягти макроекономічних цілей, що призвело до відмови таргетування грошових агрегатів у США, Канаді та Великобританії на початку 1990-х років.

Одночасно є і приклади успішного функціонування такого режиму монетарної політики у Німеччині, Швейцарії та Словенії. Для нас особливий інтерес становить досвід Словенії, оскільки вона, як країна з перехідною економікою обрала цей режим і досягла помітних позитивних результатів зі зниження інфляції до загальноєвропейського рівня за відносно короткий період часу (з 207,3 % у 1992 р. до 6,1 % у 1999 р.).

Словенія досягла чи не найбільших успіхів серед країн Східної і Центральної Європи у трансформаційних процесах, в тому числі значною мірою завдяки своєму монетарному режиму, який класифікують як “режим імпліцитних множинних цілей, або як режим монетарного таргетування” [10]. В основі успіху, на нашу думку, лежить збалансованість бюджету, адже країна почала проводити “стабілізаційні заходи зі збалансованим бюджетом центрального уряду і профіцитом консолідованого бюджету (1,22 % ВВП у 1992 р.), який підтримувався аж до 1997 р.” [10].

Монетарна політика у країні характеризується як помірно обмежувальна, з акцентом на контроль вузьких грошових агрегатів і обмеження споживання та ґрунтується на двох опорах: 1) моніторинг кількості грошей в обігу – агрегату M3 та індикаторів, які пояснюють його динаміку: ліквідності банківської системи, динаміки короткострокових процентних ставок, трансакційних грошей та близьких до них активів, кредитної активності комерційних банків; 2) моніторинг платіжного балансу, процентних ставок за кордоном, обмінного курсу, заробітної плати, діяльності уряду щодо контролю за цінами [11].

Кількість грошей в обігу регулюється через дві змінні – процентні ставки і валютний курс. Валютний курс вважається інструментом швидкої дезінфляції, оскільки його зміна швидше впливає на імпорт і, відповідно, інфляцію, ніж зміна грошової маси [12], тому Банк Словенії залишив за собою право вибору режиму обмінного курсу [13].

Широкого застосування у світі набув і відносно новий режим грошово-кредитної політики – таргетування інфляції. Вперше пряме таргетування інфляції було здійснено у Новій Зеландії (1990 р.), а згодом – у Канаді, Великобританії, Швеції, Фінляндії та низці інших країн. Серед європейських країн з перехідною економікою цей режим свого часу обрала Чехія, Польща й Угорщина, його окремі елементи використовуються і в Росії, Казахстані, Латинській Америці та деяких інших країн з ринком, що розвивається.

Перевагами цього режиму над іншими є те, що, оскільки центральний банк не встановлює для себе жорстких співвідношень між динамікою грошових агрегатів і темпом зростання цін, то це дозволяє

уряду та центральному банку зосередитися на внутрішніх проблемах економіки і більш гнучко реагувати на зміни макроекономічної ситуації. Встановлення конкретних цифрових орієнтирів темпів інфляції підвищує відповідальність центрального банку за його дії і сприяє вирішенню проблеми непослідовності у грошово-кредитній політиці. З цього приводу Б. Фрідмен справедливо зауважував, що "таргетування інфляції робить зобов'язання центрального банку щодо низької інфляції надійними, тобто такими, які викликають довіру" [14, с. 16].

Проте існують і критичні погляди щодо дієвості даного режиму, які базуються на тому, що інфляційні процеси самі по собі не контролюються центральним банком. Під час економічних потрясінь (фінансові кризи, зовнішні цінові шоки) більш важливу роль у динаміці інфляції починають відігравати немонетарні чинники, а інструменти, доступні для центрального банку, в цих умовах часто є недостатніми для досягнення запланованих параметрів [1, с. 87]. Цей недолік дуже характерний для країн з ринком, що розвивається, де після досягнення більш низьких темпів інфляції на зміну цін значно зростає вплив обмінного курсу, структурних змін в економіці і в цінах, зовнішніх шоків тощо.

Зосередження на таргетуванні інфляції як однієї з макроекономічних цілей без приділення достатньої уваги динаміці інших макропоказників (зайнятості і зростання виробництва) веде до повільного та нестійкого темпу зростання виробництва у короткостроковому періоді і до великих коливань зайнятості та ВВП у середньостроковому і довгостроковому періодах (із співвідношення, яке виражається кривою Філіпса-Фелпса) [15].

Недоліком такого режиму є наявність достатньо великого лагу між діями центральних банків та змінами темпів зростання цін, що в умовах економічних потрясінь породжує необхідність у центральних банків вирішувати завдання міжперіодної оптимізації з жорстко встановленими умовами і при цьому виправляти наслідки своїх попередніх рішень.

Режим інфляційного таргетування набув значного поширення в світі у передкризовий період ("хоча в класичному вигляді він застосовувався лише у 26 країнах" [16]), проте повністю не довів своєї ефективності – "в багатьох країнах, які його застосовували, кризові прояви виявилися більш відчутними, ніж у середньому по групі країн з аналогічним рівнем розвитку (наприклад, Ісландія, Угорщина)" [17, с. 5]. В зв'язку з тим, що режим таргетування інфляції не дав змоги належним чином реагувати на прояви кризи і сприяти зниженню негативних наслідків та забезпечення фінансової стабільності, відбувається перегляд ставлення до нього центральними банками низки країн і перехід до гнучкого режиму таргетування з орієнтацією на досягнення цільового показника інфляції в середньостроковій перспективі – 2-3 роки [18, с. 23].

Особливістю грошово-кредитної політики без явного номінального якоря є відмова центральних банків від прийняття будь-яких зобов'язань щодо досягнення конкретних значень номінальних показників обмінного курсу, рівня інфляції і темпів зростання грошових агрегатів. Центральні банки проголошують лише довгострокові цілі (стабільне зростання економіки, висока зайнятість, низька інфляція) і встановлюють для себе проміжні орієнтири, виконання яких є першочерговим щодо змін економічної ситуації.

Хоча цей режим має певні недоліки, зокрема, відсутність прозорості у діях центрального банку і сильну залежність поточної грошово-кредитної політики від інтересів, професіоналізму та політичних поглядів керівництва центрального банку, проте, найголовнішим аргументом на користь його впровадження є успіх у США у 1980-2000-х роках. На нашу думку, даний режим монетарної політики може успішно використовуватися у розвинутих ринкових країнах з достатньо великою економікою. Проте зазначені недоліки можуть надто сильно проявитися у країнах з ринком, що формується і у країнах з перехідною економікою, що робить практично неможливим застосування ними режиму грошово-кредитної політики без номінального якоря.

**Висновки.** Проведений аналіз використання режимів монетарної політики, їх позитивних та негативних наслідків, дозволяє дійти таких висновків. Країни з розвинутими ринковими економіками в основному використовують режими таргетування грошових агрегатів і таргетування інфляції. Запровадження грошово-кредитної політики без номінального якоря практикується і є відносно дієвою у розвинутих країнах з великими обсягами або відносно замкнутими економіками. Що ж до країн з ринками, що розвиваються, то тут переважає політика таргетування обмінних курсів.

На початковому етапі перехідного періоду в умовах швидкої доларизації економіки таргетування обмінного курсу сприяє приборканню високих темпів інфляції через пом'якшення девальвації внутрішньої валюти. При досягненні певної макроекономічної стабілізації доцільно відмовитися від фіксованого валютного курсу на користь плаваючого, який виступатиме як індикатор для коригування дій грошової і фіскальної політик.

Іншою альтернативою вибору режиму монетарної політики для країн з ринком, що розвивається, може бути також політика таргетування грошових агрегатів, позитивними моментами якої є також простота, прозорість і доступність інформації для населення та ринку щодо позицій грошової влади та

намірів уряду щодо рівня контролю над інфляцією. Для успішного використання грошового таргетування необхідний надійний взаємозв'язок між цільовою змінною (інфляцією) і агрегатом, що таргетується. Проте наявність проблеми нестабільного попиту на гроші у перехідному періоді робить цей взаємозв'язок слабким, внаслідок чого грошове таргетування часто не працює.

Щодо політики таргетування інфляції, то існують певні труднощі у її застосуванні країнами з ринком, що розвивається. На початковому етапі реформування економіки встановити контроль над рівнем інфляції неможливо через проблеми наповнення бюджету. Його великий дефіцит провокує зростання інфляції, тому стабілізаційні заходи вимагають здійснення контролю над показниками інфляції, грошової маси й обмінного курсу. І лише при досягненні певної макроекономічної стабілізації можливе встановлення одного із вищезазваних контрольних показників.

### Література:

1. Андрюшин С. Денежно-кредитная политика центральных банков в условиях глобального финансового кризиса / С. Андрюшин, В. Кузнецова // Вопросы экономики. – 2010. – № 6. – С. 69-87.
2. Mishkin F. Monetary Policy Strategies for Latin America / F. Mishkin, M. Savantano // Journal of Development Economies. – 2001. – Vol. 66. – P. 415-444.
3. Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2009. // www.imf.org.
4. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks / IMF, 2008 // www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm.
5. Cavallo D. Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards / D. Cavallo. – Washington D.C.: The World Bank. 1993.
6. Hanke S. Currency Boards for Developing Countries: A Handbook / S. Hanke, K. Schuler. – San Francisco: ICS Press, 1994.
7. Hausmann R. "Overcoming Volatility in Latin America" / R. Hausmann, M. Gavin // Office of the Chief Economist. Washington. D.C.: Inter-American Development Bank. – August, 1995.
8. Morena I. Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration / I. Morena // Cato Journal – 1999. – Vol. 18. – № 3.
9. Garber P. Hard-Warring to the Dollar: From Currency Board to Currency Zone / P. Garber // Global Markets Research. – London: Deutsche Bank, 1999.
10. Лагутін В. Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці: довіра, стратегія, механізм реалізації: Монографія / В. Д. Лагутін, Т. О. Кричевська – К. : КНТЕУ, 2004. – 129 с.
11. Monetary Policy Implementation Report. – Banka Slovenije. – May. – 2003. – P. 58-59.
12. Short-term Implementation of Monetary Policy Report. – Bank of Slovenije. – May. – 2002.
13. The Medium-term Monetary Policy Framework. – Banka Slovenije. – November. – 2001.
14. Friedman B. M. The use and meaning of words in central banking: Inflation targeting, credibility, and transparency / B. M. Friedman // NBER Working paper. – June. – 2002. – No. 8972. – P. 16.
15. Ожидания и краткосрочная кривая Филлипса [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://mankiw.ru/vybor-mezhdu-inflyaciej-i-bezraboticej-v-kratkosrochnom-periodo/ozhidaniya-i-kratkosrochnaya-krivaya-fillipsa.html>.
16. Роджер С. Таргетирование инфляции исполняется 20 лет / С. Роджер // Финансы и развитие. – 2010. – № 3. – С. 46-49.
17. Щербакова О. Перспективи грошово-кредитної політики на етапі посткризового відновлення економіки України / О. Щербакова // Вісник НБУ. – 2011. – № 8 (186). – С. 4-8.
18. Міщенко С. Удосконалення монетарної політики та регулювання фінансових систем / С. Міщенко // Вісник НБУ. – 2011. – № 5 (183). – С. 21-27.