

Кузнецов Олексій Володимирович  
кандидат економічних наук  
старший науковий співробітник відділу глобальних систем  
сучасної цивілізації Інституту світової економіки і  
міжнародних відносин Національної академії наук України

## **ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ ЯК МЕХАНІЗМ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЦІН У ВЕЛИКІЙ БРИТАНІЇ**

**Здійснено комплексний аналіз механізму забезпечення цінової стабільності у Великій Британії. Розглянуто зміни у ролі центральних банків та інструментів монетарної політики в умовах фінансової кризи. Представлені перспективи майбутнього застосування режиму інфляційного таргетування на світовому рівні.**

**The complex analysis of the mechanism of price stability in the United Kingdom is carried out. The changes of central banks' role and tools of the monetary policy within the framework of financial crisis are examined. The prospects for the future application of inflation targeting regime on the world stage are presented.**

**Постановка проблеми.** Таргетування інфляції як механізм стабілізації і підтримання внутрішньої вартості національної валюти існує вже протягом двадцяти років. Вперше його було запроваджено Новою Зеландією у 1990 році, коли ще і не існувало самого цього терміну. Сьогодні цей монетарний режим офіційно застосовують понад двадцять країн світу. Велика Британія перейшла на цей режим у 1992 році. Відтоді в країні розпочався період безперервного економічного зростання, який тривав протягом шістнадцяти років і супроводжувався зміцненням внутрішньої макроекономічної та фінансової стабільності. За даними МВФ, у період 1995-2007 років зростання ВВП на душу населення у Великій Британії було більш відчутним і стійким і, ніж у будь-якій іншій країні «Великої сімки». Внаслідок фінансової кризи Британія втратила економічну динаміку, проте обрана стратегія монетарної політики залишилась незмінною і поступово відновлює свою ефективність. Інфляція, після нетривалого стрибка, повертається у встановлені цільові рамки. Показники безробіття в країні є нижчими, ніж у зоні євро та в США. З огляду на такі позитивні досягнення, вивчення механізму стабілізації цін у Великій Британії є актуальним і заслуговує на особливу увагу.

Проблематика інфляційного таргетування досліджується у роботах багатьох вітчизняних авторів, зокрема, О.Береславської, М.Безнощенка, А.Гальчинського, В.Гейця, А.Гриценка, О.Костюк, Т.Кричевської, В.Литвицького, О.Петрика, О.Шарова та інших. Ця тема ретельно опрацьована у роботах таких відомих зарубіжних вчених-практиків як Б.Бернанке, М.Кінга, Ф.Мишкіна, Л.Свенссона та інших.

*Метою* даної статті є розгляд деяких аспектів інституційного забезпечення цінової стабільності та окремих елементів функціонування режиму інфляційного таргетування у Великій Британії зокрема та оцінка майбутніх перспектив застосування цього режиму монетарної політики у світу в цілому.

**Виклад основного матеріалу.** У грошово-кредитній політиці таргетування інфляції (target – ціль, мета) означає повну лібералізацію валютного ринку при одночасному встановленні цільового рівня інфляції, контроль за яким отримує пріоритет над всіма іншими макроекономічними показниками, включаючи ВВП і зайнятість.

Як свідчать емпіричні дослідження, в країнах, що таргетують інфляцію, не вдалося досягти нижчого її рівня а абсолютному вимірі, ніж в країнах, які застосовують інші монетарні режими. Проте, однією з найсуттєвіших переваг цього режиму є зниження інфляційних очікувань шляхом запровадження номінального якоря і підвищення довіри до діяльності центрального банку<sup>1</sup>.

Основними вимогами до центробанку під час таргетування інфляції є: 1) відсутність інших номінальних якорів; 2) закріплене законодавством зобов'язання щодо цінової стабільності; 3) відсутність фіскального домінування; 4) операційна (інструментарна) незалежність; 5) прозорість і звітність (публікація “Звітів про інфляцію”, протоколів засідань комітетів з монетарної політики і прогнозів/передбачень інфляції).

На відміну від політики фіксації валютного курсу, таргетування інфляції дає змогу сконцентрувати монетарну політику на вирішенні внутрішніх питань (ефективно реагувати на шоки попиту і пропозиції), зробити політику центрального банку прозорішою. За цього режиму центробанк відмовляється від традиційної диференціації цілей на кінцеві і проміжні<sup>2</sup>.

Монетарна політика Банку Англії органічно поєднує елементи консерватизму і іноваційності<sup>3</sup>. У 1992 році у результаті спекулятивних атак фунт стерлінгів різко девальвував і Британія була змушена вийти з Європейської валютної системи, в якій англійський фунт «плавав» всередині валютного коридору поруч з іншими європейськими валютами. Новим режимом монетарної політики Банку Англії стало таргетування інфляції – монетарний режим, який до цього пройшов успішне випробування у двох колишніх британських колоніях Новій Зеландії та Канаді, що зміцнило впевненість Сполученого Королівства у можливості його застосування у себе вдома.

---

<sup>1</sup> Кузнецов О.В. Стратегічний вибір НБУ...? // Матеріали науково-практичної конференції “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору і застосування” 25-26 квітня 2002 р. – НБУ. – 2002. – С. 106.

<sup>2</sup> Кузнецов О.В. Проміжні цілі грошово-кредитної політики // Вісник НБУ. – №7. – 2001. – С.34.

<sup>3</sup> Кузнецов О.В. Монетарна політика Великобританії: досвід подолання інфляції // Вісник НБУ. – 2008. – №10. – С.43.

Після перемоги лейбористів на виборах 1997 року уряд Е.Блера визначив пріоритетним завданням своєї діяльності вдосконалення інституційних механізмів економічної політики з метою створення передумов довгострокової економічної стабільності та підвищення добробуту британського населення. Досягнення цього завдання вбачалося у першу чергу у підвищенні ефективності прийняття рішень у сфері монетарної політики шляхом забезпечення її відкритості, підзвітності та свободи від політичних маніпуляцій<sup>4</sup>.

На виконання цих намірів у 1997 році Міністерство фінансів Великої Британії надало Банку Англії операційну незалежність – право самостійно визначати рівень базової відсоткової ставки рефінансування. Відповідні зміни були внесені у Закон про Банк Англії у 1998 році. Відтоді першорядною метою діяльності Банку Англії була визначена цінова стабільність. При цьому Міністерство фінансів зберегло за собою відповідальність за здійснення економічної політики.

За встановленою процедурою цільовий орієнтир інфляції затверджується британським урядом щороку у бюджетному посланні міністра фінансів. Банк Англії щоквартально здійснює публікацію інфляційного звіту (Inflation Report), в якому детально роз'яснює дії монетарної політики, спрямовані на дотримання цільового рівня інфляції та підтримку економічної політики уряду, яка, в свою чергу, спрямовується на забезпечення макроекономічної стабільності, високого рівня економічного зростання і зайнятості.

Право самостійного визначення рівня відсоткової ставки з метою дотримання інфляційної цілі є ключовим елементом незалежності Банку Англії. Проте у випадку надзвичайних економічних обставин уряд має право потягом короткого терміну давати вказівки Банку Англії у сфері відсоткової політики. Такі вказівки однак можуть надаватися лише за умови прийняття парламентом відповідних законодавчих актів.

Характерно, що питання валютно-курсової політики і, зокрема, визначення режиму валютного курсу надалі знаходяться у компетенції уряду Великої Британії. При цьому Банк Англії виступає агентом уряду із зберігання та управління валютними резервами, які, за вимогою уряду, можуть бути використані для проведення інтервенцій на міжнародних ринках з купівлі або продажу валют з метою підтримки обмінного курсу фунту стерлінгів. У разі здійснення валютних інтервенцій, весь їх обсяг має автоматично стерилізуватися на відкритому ринку за допомогою відповідних інструментів грошово-кредитної політики.

Усі рішення з питання регулювання відсоткової ставки приймаються спеціально створеним у структурі Банку Англії Комітетом з питань монетарної політики (Monetary

---

<sup>4</sup> The New Monetary Policy Framework / Letter from the Chancellor to the Governor dated 6 May 1997. – [електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/chancellorletter970506.pdf>

Policy Committee), до складу якого входять дев'ять членів. Три члени комітету – голова Банку Англії та два його заступники з питань монетарної та фінансової стабільності – є постійними членами Комітету, а решта призначається міністром фінансів на ротацийній основі (два на рік). Два члени Комітету є співробітниками Банку Англії, що відповідають за монетарну політику та ринкові операції. Вони призначаються міністром фінансів за погодженням голови Банку Англії на трьохрічний термін. Інші чотири члени також призначаються міністром фінансів на трьохрічний термін з кола визнаних фахівців у грошово-кредитній та фінансовій сферах, які однак не можуть представляти у Комітеті групи інтересів та сфери економічного впливу, що конфліктують з інтересами монетарної політики. Кількість термінів їх призначення не обмежена.

Рішення Комітету приймаються звичайною більшістю голосів, коли кожний член має один голос. У разі рівного розподілу голосів голос голови Банку Англії є вирішальним. З метою забезпечення комунікаційних каналів координації монетарної та фіскальної політики на засіданнях Комітету має право бути присутнім представник Міністерства фінансів без права голосу. Банк Англії так само як і уряд є підзвітним парламенту стосовно будь-яких рішень, що приймаються щодо визначення та підтримання цільового рівня інфляції.

Цільовий орієнтир інфляції у Великій Британії є симетричним, тобто не може відхилитися у будь-який бік більше, ніж на один відсоток<sup>5</sup>. Через це успіх проведення такої політики залежить від здатності центробанку прив'язувати інфляційні очікування до цільового орієнтиру інфляції. З 1997 року ціль була встановлена на рівні 2,5% і прив'язана до індексу роздрібних цін (ІРЦ). Але у грудні 2004 року міністр фінансів оголосив про новий цільовий орієнтир – 2% – та перехід до нового якорю – індексу споживчих цін (ІСЦ), який в зоні євро відомий також під назвою гармонізований індекс споживчих цін. Для пояснення різниці у цих двох індексах потрібно розглянути механізм калькуляції цін у Великій Британії.

Для розрахунку інфляції у Великій Британії Бюро національної статистики бере за основу дані щодо середнього зростання цін на 650 найменувань різних товарів і послуг, використовуючи у якості ваги оціночні витрати домашніх господарств на кожну з цих позицій. З цією метою другого або третього вівторка кожного місяця 300 колекторів цін відвідують точки роздрібної торгівлі і знімають ціни з 130 000 позицій різних товарів та послуг (від чорного хліба до газонокосарки). Усі позиції товарів та послуг

---

<sup>5</sup> У разі відхилення інфляції у будь-який бік більше, ніж на 1%, голова Банку Англії має направляти офіційного листа на адресу міністра фінансів з поясненням причин такої ситуації та намічених дій для повернення інфляції у визначені рамки.

упорядковуюються у 12 підгруп, кожна з яких має свою вагу в індексі і характеризується певною амплітудою коливання цін (табл.1).

Таблиця 1.

Розбивка індексу споживчих цін за підгрупами у Великій Британії, 2007 рік

Підгрупа товарів і послуг	Вага підгрупи в індексі споживчих цін 2007 року (%)	Амплітуда коливання цін у підгрупі
1. Продукти харчування та безалкогольні напої	10,3	Висока
2. Алкогольні напої та тютюнові вироби	4,3	Низька
3. Одяг та взуття	6,2	Середня
4. Житлове господарство та комунальні послуги	11,5	Середня
5. Меблі, побутові товари, послуги з ремонту	6,8	Середня
6. Охорона здоров'я	2,4	Низька
7. Транспорт	15,2	Висока
8. Обладнання та послуги зв'язку	2,4	Низька
9. Розваги та відпочинок	15,3	Висока
10. Освіта	1,8	Низька
11. Ресторани та готелі	13,8	Низька
12. Різні товари та послуги	10,0	Висока

Джерело: Wingfield D. CPI and RPI: The 2007 basket of goods and services // Economic and Labour Market Review. – Vol. 1. – No.4. – April 2007. – с. 41.

Головна відмінність між індексами як орієнтирами прив'язки полягає у методі вимірювання інфляції. Індекс роздрібних цін вимірюється як середньоарифметичне зростання цін. Навпаки, індекс споживчих цін вимірюється як середньгеометричне зростання цін. На переконання фахівців Банку Англії, завдяки вимірюванню інфляції за індексом споживчих цін індексна вага точок роздрібної торгівлі, де ціни зростають швидше, знижується, що дозволяє під час загального вимірювання інфляції брати до уваги те, як домашні господарства змінюють свої споживчі звички, віддаючи перевагу більше дешевим точкам роздрібної торгівлі. Через це, на думку голови Банку Англії, формула розрахунку індексу споживчих цін є більш ефективною, ніж формула розрахунку індексу роздрібних цін, оскільки перша веде до зниження загального рівня інфляційних очікувань приблизно на 0,5% щороку. У цьому сенсі, за порівнянням голови Банку Англії М.Кінга, різниця між інфляцією ІРЦ та ІСЦ як засобом вимірювання економічної температури в економіці дещо подібна до різниці між Фаренгейтом та Цельсієм як засобом вимірювання

фізичної температури<sup>6</sup>. Але на відміну від переведення кількісних значень температури з Фаренгейту до Цельсія, значення індексів ІРЦ та ІСЦ із зміною економічної температури відрізняються між собою. Це відбувається тому, що індекс ІРЦ включає ціни на житло та муніципальний податок, в той час як з індексу ІСЦ ці позиції виключено. Таким чином, якщо ціни на нерухомість зростають швидше, ніж ціни в цілому, що відбувалося у Британії у період перед світовою фінансовою кризою, ІРЦ перевищує ІСЦ більше, ніж на 0,5%, як це передбачається ефектом «формули». Цю залежність було порушено під час іпотечної кризи, коли ціни на нерухомість у Великій Британії мали тенденцію до зниження, внаслідок чого значення ІРЦ стало нижчим за значення ІСЦ (рис.1).

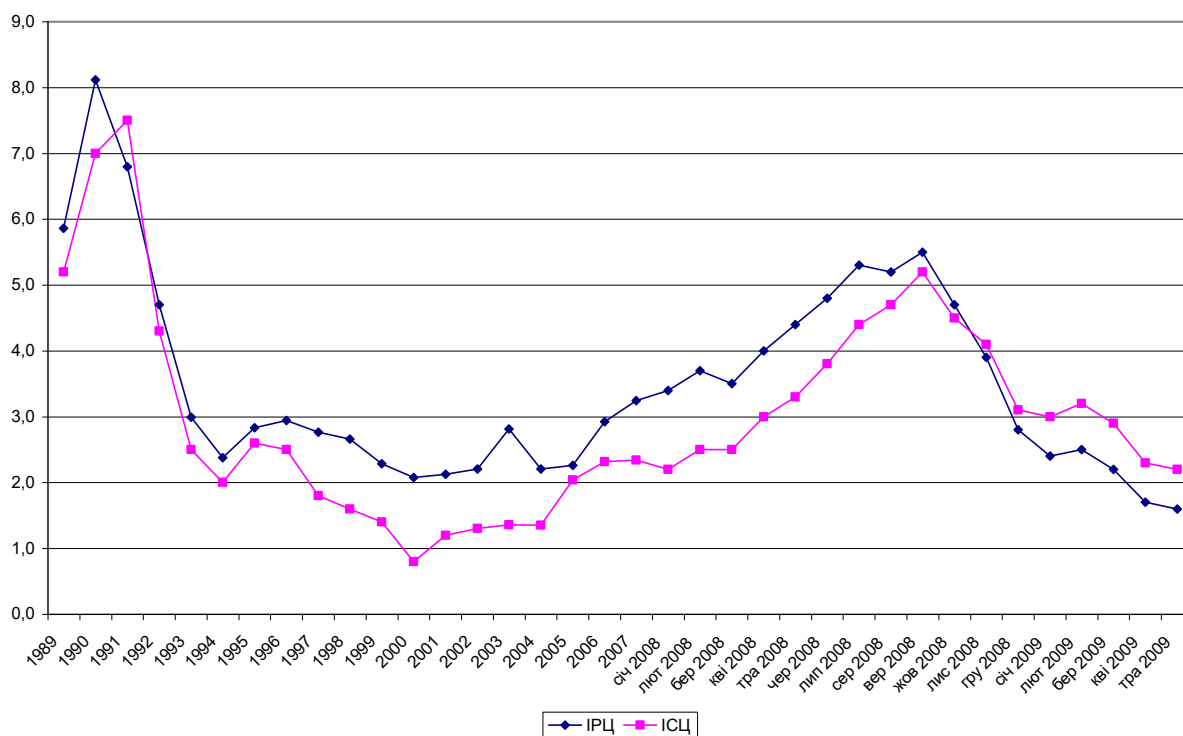


Рис. 1. Динаміка індексу роздрібних цін та індексу споживчих цін у Великій Британії.\*

\* Джерело: складено за даними: [www.statistics.gov.uk](http://www.statistics.gov.uk)

Слід відзначити, що до переходу Банку Англії на нову методологію розрахунку інфляції індекс ІРЦ перевищував індекс ІСЦ в середньому на 0,75%. Через це критично налаштовані аналітики робили закид Банку Англії, що зниження цільового орієнтиру з 2,5% до 2% у довгостроковому часі означатиме підвищення загального рівня цін у Великій Британії. Втім, експерти Банку Англії вважають такі дорікання безпідставними, посиляючись на зазначений ефект розрахунку індексу ІСЦ.

<sup>6</sup> M.King. Speech given at the annual Birmingham forward / CBI Business Luncheon. – Birmingham, 20 January 2004. – с.4. - [електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>

Звертає увагу те, що протягом останніх двох років розвиток інфляційних тенденцій у Великій Британії був більш нестабільним, ніж у попередню декаду. За оцінками Банку Англії, це було пов'язано із значними коливаннями цін на сільськогосподарську та енергетичну продукцію. Негативний вплив на динаміку споживчих цін в Англії справило також знецінення валютного курсу фунта стерлінгів, який за два останні роки девальвував на 28%, що спровокувало зростання імпортованої інфляції<sup>7</sup>. Проте ефект падіння світових цін на сировинні ресурси врешті-решт переважив ефект девальвації, що сприяло зниженню індексу споживчих цін в Англії з 5,2% у вересні 2008 року до 2,2% у травні 2009 року.

Повернення інфляції у рамки інфляційного таргетування було обумовлено також дією інших факторів. По-перше, зниженням тарифів на газ та електроенергію для кінцевих споживачів з боку енергорозподільних компаній. По-друге, призупиненням темпів зростання грошової маси та відповідно споживчого попиту, який становить понад 60% у структурі британського ВВП. Внаслідок останнього фактору реальний ВВП Великої Британії знизився у першому кварталі 2009 року на 2,4% у річному вимірі<sup>8</sup>.

Крім того, зниженню цін сприяло тимчасове послаблення податкового тиску. Міністерство фінансів Великої Британії з метою стимулювання ділової активності 1 грудня 2008 року знизило стандартну ставку податку на додану вартість з 17,5% до 15% з визначенням терміну дії цього положення до 31 грудня 2010 року<sup>9</sup>. І, нарешті, зниження цін відбулося завдяки зниженню Банку Англії базової відсоткової ставки до рекордних 0,5% (рис.2).

Втім, прогнози щодо відновлення ділової активності у світі залишаються невтішними. Падіння ВВП у першому кварталі 2009 року становило -2,5% у США і зоні євро, -9,1% в Японії<sup>10</sup>. Це означає, що попит у Британії і надалі буде на низькому рівні, що буде гальмувати зростання споживчих цін, і, в свою чергу, може спровокувати розвиток дефляційних тенденцій.

З метою запобігання перетворенню інфляційних тенденцій на дефляційні, між Банком Англії та Міністерством фінансів була досягнута домовленість щодо ініціювання програми залучення в економіку додаткових ліквідних коштів шляхом викупу

---

<sup>7</sup> Letter from the Governor to the Chancellor 24 March 2009 / Bank of England. – [електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pdf/cpiletter090324.pdf>

<sup>8</sup> GDP Growth. Economy contracts 2.4% in Q1 2009 / Office for National Statistics, 30 June 2009. – [електронний ресурс]. – режим доступу: <http://www.statistics.gov.uk/cci/nugget.asp?id=192c.2>.

<sup>9</sup> VAT – Change in the standard rate: a detailed guide for VAT-registered businesses / HM Revenue and Customs. – London, 24 November 2008. – с.4.

<sup>10</sup> Monthly Bulletin 06 2009 / European Central Bank. – June 2009. – с.151, 176.

центробанком державного та приватного боргу на суму 125 млрд. ф.ст. за рахунок випуску спеціальних резервних активів<sup>11</sup>.

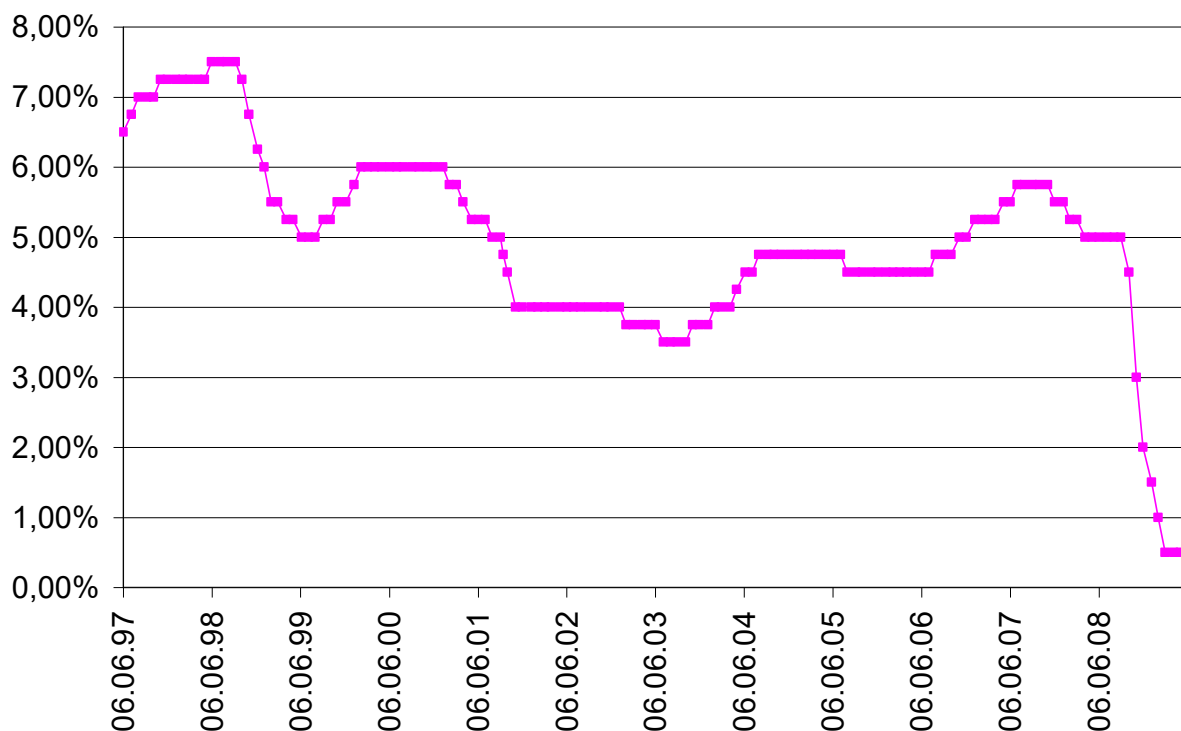


Рис.2. Динаміка базової відсоткової ставки Банку Англії.\*

\* Джерело: складено за даними: [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)

**Майбутнє інфляційного таргетування.** Вихід Великої Британії з Європейського механізму валютних курсів, а також перебування поза зоною євро дозволило країні запобігти негативним наслідкам економічного спаду, який спостерігався у країнах континентальної Європи наприкінці 1990-х – початку 2000-х років. Шляхом виведення вартості обслуговування іпотечних кредитів з офіційного індексу інфляції Банку Англії вдалося зберегти довіру населення до монетарної політики в умовах традиційного стійкого зростання цін на нерухомість на внутрішньому ринку Сполученого Королівства.

Такий позитивний досвід отримав підтримку у різних куточках планети. У період 2001-2006 років кількість країн, що таргетують інфляцію, збільшилась вдвічі, в той час як кількість країн з різним ступенем прив'язки до долару знизилась з 83 до 51<sup>12</sup>. Слід

<sup>11</sup> Inflation Report / Bank of England. – London, May 2009. – с.5.

<sup>12</sup> Papaioannou E., Portes R. The International role of the euro: a status report / European Commission. – Economic Papers 317. – Brussels, April 2008. – с.33.



звернути увагу на те, що Європейський центральний банк, встановлюючи і контролюючи цільовий орієнтир індексу споживчих цін, де-факто таргетує інфляцію, хоча публічно заявляє про те, що застосовує комбіновану стратегію монетарної політики. Теж саме стосується Федеральної резервної системи США, яка у практичному здійсненні монетарної політики віддає перевагу контролю за інфляцією, хоча за законом має однаково акцентувати увагу як на рівні інфляції, так і на рівні зайнятості<sup>13</sup>. Таким чином, з урахуванням країн – членів зони євро, вже сьогодні інфляційне таргетування представляє собою вагомий протиположний механізм, що оснований на прив'язці до долару<sup>14</sup>.

Кількість країн, що використовують режим інфляційного таргетування, протягом наступних років може зростати. Опитування, що було проведено експертами МВФ серед представників монетарної влади 88 країн, що розвиваються і країн з перехідною економікою, показали, що три чверті цих країн планують перейти до таргетування інфляції у 2010 році<sup>15</sup>.

Як відзначає журнал *The Economist*, у період, що передував світовій фінансовій кризі, центральні банки демонстрували надзвичайну ефективність у дотриманні головної мети своєї діяльності - забезпеченні фінансової стабільності. Було досягнуто потужного інтелектуального консенсусу щодо механізму дотримання цієї мети, який був лаконічно сформульований членом Комітету з монетарної політики Банку Англії Д.Бленчфлауером - «один інструмент, одна ціль». Під інструментом мались на увазі короткострокові відсоткові ставки, а під ціллю - цінова стабільність<sup>16</sup>. Цей механізм діяв дуже просто: центробанки змінювали базові відсоткові ставки, а учасники фінансових ринків пристосовували до цих змін свої кредитні стратегії.

Втім, фінансова криза поклала кінець стабільного функціонування фінансових ринків за зазначеним алгоритмом. Світовий бізнес-цикл перейшов у фазу економічного спаду, невідомого з часів Великої депресії 1930-х років. Загроза дефляції перевищила загрозу інфляції. Процентні ставки провідних центральних банків світу були знижені до майже нульового рівня і центробанки опинилися перед проблемою пошуку альтернативних інструментів для ефективного здійснення монетарної політики.

Більше того, порушення фундаментальних основ функціонування фінансових ринків змусило центробанки перейняти на себе нетипові для них функції приватних

<sup>13</sup> The monetary-policy maze // *The Economist*. – 23 April 2009.

<sup>14</sup> Кузнецов А. Таргетирование инфляции. Антикризисная мера или инструмент экспансии? // Финансовый директор. – 2009. - №1-2. – с.8.

<sup>15</sup> Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Экономический портал. – 18.06.2008. - [електронний ресурс]. – режим доступу: <http://institutions.com/general/256-2008-06-18-12-49-21.html>

<sup>16</sup> The monetary-policy maze // *The Economist*. – 23 April 2009.

ринків. Після того, як комерційні банки почали втрачати довіру один до одного, центробанки фактично перетворилися з кредиторів останньої інстанції на кредиторів першої інстанції. «Ринковість» дій центробанків проявляється, зокрема, в тому, що вони все частіше переймають на себе регуляторні та арбітражні функції, і приймають рішення щодо надання кредитних ресурсів тим чи іншим типам позичальників не на загальних умовах, а за критерієм вибірковості.

Слід підкреслити, що у передкризовий період на фінансових ринках протягом тривалого часу стабільно підтримувався взаємозв'язок між коротко- та довгостроковими ставками. Не залежно чи йшлося про 12-місячний споживчий кредит чи 30-річний іпотечний кредит, залежність між цими ставками і офіційними ставками центробанків залишалась стабільною, що дозволяло останнім впливати на зальні умови фінансування, а через них і на весь економічний розвиток. Криза порушила цю залежність і спровокувала утворення значних розходжень між різними типами відсоткових ставок. Під час кризи кредитори були змушені здійснити переоцінку ризиків неповернення кредитних коштів, що відразу позначилось на зростанні вартості запозичень. У відповідь на це центробанки розширили спектр і умови операцій з рефінансування. Так, наприклад, Федеральна резервна система поряд з рефінансуванням комерційних банків почала надавати кредитні кошти інвестиційним банкам. У свою чергу Європейський центральний банк розпочав видачу необмежених гарантій на кредити терміном до півроку замість одного тижня, як це практикувалося до недавнього часу. Банк Японії почав здійснювати прямий викуп корпоративних акцій, а швейцарський центральний банк проводить інтервенції на валютних ринках (табл.2).

На думку експертів журналу *The Economist*, навіть після закінчення кризи, світова економіка буде певний час знаходитись у фазі рецесії, у зв'язку з чим центробанки продовжуватимуть практику рефінансування неринковими методами. Це може призвести до виникнення небажаного ефекту звикання. Як свідчить досвід Банку Японії, переймання останнім десять років тому функцій нічного кредитора фактично паралізувало ринок міжбанківського кредитування. В Європі банки потрапили сьогодні у залежність від ФРС щодо поставок доларових ресурсів, які надаються в рамках угод валютних свопів через місцеві центральні банки.

*Таблиця 2.*

## Зміни у структурі операцій центральних банків, що відбулись з 2007 року

	Кредитні операції				Операції прямого викупу активів				Реканіталізація
	Збільшення кола контрагентів з рефінансування	Лібералізація вимог щодо якості застави	Пролонгація термінів кредитування	Валютні свопи	Валютні інтервенції	Акції	Приватний борг	Державний борг	
Австралія		X	X	X					
Британія		X	X	X			X	X	X
Канада	X	X	X	X			Можливість не виключається	Можливість не виключається	
Зона євро		X	X	X			Можливість не виключається	Можливість не виключається	
Японія			X	X		X	X	X	Можливість не виключається
Швеція	X	X	X	X					
Швейцарія			X	X	X				X
США	X	X	X	X			X	X	X

Джерело: The monetary-policy maze // The Economist. – 23 April 2009.

Але проблема центробанків може полягати не тільки у змінах, що відбуваються з традиційними інструментами монетарної політики, але і у необхідності перегляду традиційних цілей монетарної політики. Існують навіть думки, що консенсус щодо інфляційного таргетування як виключного режиму монетарної політики може бути переглянтий, оскільки завдяки його застосуванню не вдалося запобігти утворенню дисбалансів у світовій фінансовій системі. У рамках цього режиму також не були передбачені механізми ефективного подолання банківської кризи та відновлення рівноваги на міжнародних фінансових ринках<sup>17</sup>.

За базовим прогнозом МВФ, інфляція у 2009 році у головних економічних центрах світу, зокрема США, зоні євро та Японії може бути негативною у річному вимірі, що головним чином пов'язане із падінням цін на пальне, а у 2010 році, інфляція буде нижче 2%, що є загальновизнаним цільовим орієнтиром, зокрема, для зони євро та Великої Британії. Проте за умови подальшого падіння цін центробанки будуть не в змозі надалі стимулювати попит через те, що базові відсоткові ставки вже досягли свого мінімального значення. Останнє може спровокувати дефляцію<sup>18</sup>.

Звертає увагу те, що за деякими внутрішніми розрахунками, які були проведені у ФРС, в ідеальному випадку базова ставка рефінансування для американської економіки за теперішніх умов мала б становити мінус 5%. Цей висновок базувався на тестуванні стандартної моделі взаємозв'язку між відсотковою ставкою та рівнем безробіття і інфляції (правило Тейлора). Хоча центробанк не може встановлювати ставку нижче нуля, на думку

<sup>17</sup> Там же

<sup>18</sup> World Economic Outlook 2009. Crisis and Recovery / International Monetary Fund. – Washington, April 2009. – с.24-26.

експертів ФРС, останній може запровадити нетрадиційні стимули для ринку, які б були еквівалентні зниженню відсоткової ставки до мінус 5%. Такі стимули вбачаються перш за все у збільшенні загального розміру викупу центробанком державних та ринкових боргових зобов'язань<sup>19</sup>.

### **Висновки**

Інфляційне таргетування зарекомендувало себе у якості надійного інструмента забезпечення довгострокової макроекономічної стабільності у багатьох країнах світу. До сих пір монетарна політика мала здебільшого технічний, ніж політичний характер, здійснювалась за формулою «один інструмент, одна ціль». Положення про фінансування центробанками державного бюджету стало майже архаїчним. Втім фінансова криза порушила економічну рівновагу. Сьогодні ФРС та Банк Англії, відсоткові ставки яких наблизились до нульової відмітки, не мають інших важелів для поживлення ринків, окрім як активної скупки державних боргових зобов'язань з метою збільшення кредитної та грошової маси в економіці. У зв'язку з цим зростають ризики, що уряди знову можуть вдаватися до спокуси і почати використовувати емісійні джерела для фінансування бюджетних дефіцитів. Проте посилення регуляторних функцій центробанків з метою протидії подальшій ескалації кризи суперечить концепції їх політичної незалежності. Крім того, поєднання центробанком наглядової діяльності з функціями монетарної політики веде до конфлікту цілей, оскільки під час підтримки окремих банків ліквідними коштами центробанк провокує розвиток інфляційних процесів. З огляду на зазначені проблеми, наприклад, в Австралії, Канаді і Британії функції банківського нагляду були виведені з компетенції центробанків. Як свідчить нещодавній досвід, залишаючись найбільшим фінансовим регулятором у світі, Федеральній резервній системі не вдалося передбачити фінансову кризу та запобігти її подальшому розвитку.

Малоймовірно, що центробанки відмовляться від стратегій інфляційного таргетування у майбутньому, оскільки це зашкодить їх репутації, яка створювалась протягом десятиліть. Втім ризики полягають в тому, що з метою збереження існуючого монетарного режиму провідні центробанки світу почали вдаватися до надмірного регулювання фінансових ринків, що ускладнює дотримання принципів ринкового лібералізму. Отже для збереження довіри до існуючої монетарної політики центробанки мають запропонувати зважені та нестандартні рішення, а це означатиме, що у майбутньому їх роль у регулюванні грошово-кредитних відносин буде зростати.

---

<sup>19</sup> *K.Guha*. Fed study puts ideal US interest rate at -5% // *Financial Times*. – April 27, 2009.