

## ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 336.711: 336.748.12: 336.748.3

JEL classification: E31, E42, E50, E52, E58

DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2021.03.020>

**Олександр ДЗЮБЛЮК,**

доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри банківського бізнесу,  
Західноукраїнський національний університет,  
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46009, Україна,  
e-mail: alex5203@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4967-823X>

### ЕФЕКТИВНІСТЬ РЕЖИМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ ЯК ОСНОВИ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УМОВАХ КРИЗОВИХ ЯВИЩ В ЕКОНОМІЦІ

Дзюблюк О. Ефективність режиму інфляційного таргетування як основи монетарної політики в умовах кризових явищ в економіці. *Вісник економіки*. 2021. Вип. 3. С. 20–40. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2021.03.020>

Dziubliuk, O. (2021). Efektyvnist rezhymu inflatsiinoho targetuvannia yak osnovy monetarnoi polityky v umovakh kryzovykh yavyschch v ekonomitsi [The effectiveness of the inflation targeting regime as the basis for monetary policy in the conditions of crisis in the economy]. *Visnyk ekonomiky – Herald of Economics*, 3, 20–40. DOI: <https://doi.org/10.35774/visnyk2021.03.020>

#### **Анотація**

**Вступ.** Інфляційне таргетування як зобов'язання центрального банку дотримуватись кількісних показників інфляції, стало достатньо поширеним монетарним режимом в останні кілька десятиліть у розвинених країнах і в економіках, що розвиваються. Однак вплив пандемічної кризи на перебіг економічних процесів зумовив значні проблеми, пов'язані із низькою ефективністю цього режиму.

---

© Олександр Дзюблюк, 2021.

Тому виникає об'єктивна потреба переоцінки системи, у якій центральний банк зосереджує монетарне регулювання винятково на цінній стабільності, ігноруючи інші стратегічні напрями державної політики, пов'язані з необхідністю порятунку економічної активності та недопущення розгортання крупномасштабної рецесії.

**Мета.** З'ясування особливостей реалізації грошово-кредитної політики на основі режиму інфляційного таргетування та виявлення проблемних аспектів цього режиму в умовах дії зовнішніх шоків та розгортання економічної кризи.

**Методи.** Використано загальнонаукові й емпіричні прийоми та інструменти економічної науки, методи аналізу і синтезу, порівняння, зведення та групування.

**Результати.** Кризові явища вказують на необхідність побудови такого монетарного режиму, який би відповідав інтересам стійкого економічного зростання і суспільного добробуту. В Україні не було належних початкових передумов для запровадження режиму інфляційного таргетування. Тому коригування пріоритетів грошово-кредитної політики в умовах кризи має відображати поступовий перехід до реалізації більш гнучкого режиму з використанням монетарних методів підтримання домогосподарств і бізнесу, сприяння створенню нових робочих місць, стимулювання сукупного попиту.

**Перспективи.** Дослідження шляхів підвищення рівня гнучкості у процесі реалізації монетарного регулювання, можливостей розширення мандату центрального банку та удосконалення вибору оптимальних напрямів впливу на економіку за допомогою монетарних інструментів, які є у його розпорядженні.

**Ключові слова:** інфляційне таргетування, центральний банк, грошово-кредитна політика, монетарний режим, інфляція, кредитування, обмінний курс, економічна криза.

**Формули: 0, рис.: 0, табл.: 0, бібл.: 16.**

**Oleksandr DZIUBLIUK,**  
Ds (Economics), Professor,  
Department of Banking,  
West Ukrainian National University,  
11 Lvivska street, Ternopil, 46009, Ukraine,  
e-mail: alex5203@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-4967-823X>

## THE EFFECTIVENESS OF THE INFLATION TARGETING REGIME AS THE BASIS FOR MONETARY POLICY IN THE CONDITIONS OF CRISIS IN THE ECONOMY

### **Abstract**

**Introduction.** *Inflation targeting, as a commitment by the central bank to adhere to quantitative inflation rates, has become a fairly common monetary regime in the last few decades in developed countries and developing economies. However, the impact of the pandemic crisis on the course of economic processes has revealed serious problems associated with the low efficiency of this regime. Therefore, there is an objective need to*

*re-evaluate the system in which the central bank focuses monetary regulation solely on price stability, ignoring other strategic directions of government policy related to the need to save economic activity and prevent a large-scale recession.*

**Purpose.** *Clarification of the peculiarities of the implementation of monetary policy on the basis of the inflation targeting regime and identification of problematic aspects of this regime in the conditions of external shocks and the unfolding economic crisis.*

**Methods.** *General scientific and empirical techniques and tools of economics, methods of analysis and synthesis, comparison, compilation and grouping are used.*

**Results.** *The crisis indicates the need to build a monetary regime that would meet the interests of sustainable economic growth and social welfare. In Ukraine, there were no proper initial preconditions for the inflation targeting regime implementation. Therefore, adjusting the priorities of monetary policy in the crisis should reflect the gradual transition to a more flexible regime using monetary methods to support households and businesses, promote job creation, and stimulate aggregate demand.*

**Prospects.** *Research of ways to increase the level of flexibility of monetary regulation, opportunities to expand the mandate of the central bank and improve the choice of optimal areas of influence on the economy with the help of monetary instruments at its disposal.*

**Keywords:** *inflation targeting, central bank, monetary policy, inflation, monetary regime, crediting, exchange rate, economic crisis.*

**Formulas: 0, fig.: 0; tabl.: 0, bibl.: 16.**

**Постановка проблеми.** Грошово-кредитна політика як невід'ємна складова державної економічної політики відіграє ключову роль у підтриманні макроекономічної стабільності, забезпеченні низьких темпів інфляції та стійкості національної грошової одиниці, що набуває особливо важливого значення у період розгортання кризових явищ в економіці, спричинених дією внутрішніх чи зовнішніх шоків. За нормальних умов циклічного економічного розвитку здійснюване центральним банком монетарне регулювання має на меті згладити коливання ділового циклу та не допустити як перегріву кон'юнктури й розкручування маховика інфляції, з одного боку, так і зниження темпів економічного росту, переходу до рецесії й наростання безробіття, з іншого. Для реалізації цих завдань центральні банки обирають найбільш оптимальну стратегію грошово-кредитної політики, що на практиці реалізується через відповідні канали монетарної трансмісії, котрі діють на основі обраного режиму таргетування – інфляційного, валютного чи монетарного, що передбачає утримання динаміки певного макроекономічного показника на проголошеному рівні протягом визначеного проміжку часу. Саме інфляційне таргетування, що передбачає публічне оголошення кількісних показників інфляції та зобов'язання центрального банку досягати цих показників упродовж визначеного періоду, є доволі поширеним монетарним режимом в останні кілька десятиліть як у розвинених країнах, так і в економіках, що розвиваються.

Однак вплив пандемічної кризи на перебіг економічних процесів у світових масштабах виявив значні проблеми, пов'язані з низькою ефективністю монетарної політики, заснованої на режимі інфляційного таргетування, що полягає у недостатній гнучкості та дієвості центральних банків щодо можливості стимулювання економіки і подолання рецесії, зумовленої зовнішніми шоками, результат яких визначається

запровадженням адміністративних обмежень і виявляється у їхньому згубному впливі на різні сектори світового господарства. Адже запроваджені на національних рівнях жорсткі карантинні заходи щодо обмеження мобільності економічних агентів суттєво змінили саму модель їхньої поведінки, яка була притаманна для нормальних ринкових умов, а пропозицію і попит на товари й послуги вже визначали не ринкові механізми, а приписи держави, що швидко призвело до їх значного скорочення. Відтак масштабне і безпрецедентне державне втручання в економічні процеси призвело до того, що чи не вперше в історії світова криза у найкоротший період часу синхронно охопила провідні національні економіки, розірвавши глобальні ланцюги створення вартості, змушуючи суб'єкти ринку пристосовуватися до неринкових обмежень та до пошуку нових, альтернативних моделей економічної поведінки, в т. ч. у монетарній сфері.

Такі обставини визначають потребу значної переоцінки усієї системи економічних координат, у площині яких центральні банки, обстоюючи свою інституційну незалежність, могли зосереджувати зусилля монетарного регулювання винятково на цій стабільності, ігноруючи інші стратегічні напрями державного впливу на економіку, що було пов'язано передусім із гострою необхідністю в умовах пандемічної кризи порятунку економічної активності та недопущення розгортання крупномасштабної рецесії саме за допомогою інструментів грошово-кредитної політики.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Наукові роботи, в яких започатковано вирішення вищевказаної проблеми і на які спирається автор, свідчать про те, що значну увагу приділено оцінюванню режиму інфляційного таргетування у працях провідних науковців, зокрема таких як Л. Болл, Н. Шерідан, М. Хівонен, М. Вега, Д. Вінкелрід, Е. Левін, Дж. Вільямс, Ш. Лін, Дж. Айзенман, М. Хатчінсон, Ф.С. Мішкін, К. Шмідт-Хеббель, Р. Бріто, Б. Бистедт, Б. Бернанке, М. Вудворд, Д. Ромер, Дж. Стігліц, Р. Болдвін та ін. Проте у цих роботах відсутнє спільне бачення перспектив даного режиму в умовах глобальних зрушень у світовому господарстві та того, наскільки вказаний режим спроможний відповідати національним інтересам стійкого економічного розвитку, особливо в умовах ринків, що розвиваються.

**Проблеми, які ще не досліджені.** Значні зміни у глобальних тенденціях економічного розвитку в постпандемічний період уже нині змушують задуматися над питанням, якою буде модель світової економіки після пандемії та як це вплине на вітчизняне господарство, котре за суттю є малою відкритою економікою, яка залежить від зовнішніх ринків, а відтак і від зовнішніх шоків. Це означає, що необхідні суттєві зрушення у самих підходах до обрання стратегічних цілей грошово-кредитної політики, критичного переосмислення ефективності інфляційного таргетування та побудови такого монетарного режиму, який найбільшою мірою відповідав би інтересам забезпечення стійкого економічного зростання і суспільного добробуту.

**Мета дослідження.** З огляду на вищевказане, ціль нашого дослідження – з'ясувати особливості реалізації грошово-кредитної політики на основі режиму інфляційного таргетування та виявити основні проблемні аспекти цього режиму в умовах дії зовнішніх шоків і розгортання економічної кризи, особливо в умовах пандемії, що потребує підвищення рівня гнучкості у процесі реалізації монетарного регулювання та удосконалення підходів щодо вибору оптимальних напрямків впливу на економіку

за допомогою відповідних монетарних інструментів, якими розпоряджається центральний банк.

**Виклад основного матеріалу.** Класичне розуміння змісту діяльності центрального банку завжди базувалось на стратегічних орієнтирах державної економічної політики у рамках так званого «чотирикутника» цілей, що передбачали підтримання стійкого економічного зростання, високої зайнятості, низьких темпів інфляції і рівноваги платіжного балансу. Однак у зв'язку з тим, що неможливо досягти таких цілей за допомогою набору інструментів, що є у розпорядженні регулятора, сфера застосування його впливу обмежується уже такими тактичними цілями, як грошова маса в обігу, рівень процентних ставок на ринку та валютний курс. У зв'язку із цим ефективність функціонування центрального банку вирішальною мірою залежить від обраного у країні монетарного режиму, що передбачає процес вибору конкретних цілей грошово-кредитної політики, тобто таргетування (від англ. target – ціль), що виявляється в утриманні динаміки певного макроекономічного показника на заздалегідь проголошеному рівні протягом визначеного періоду часу. Оскільки такими показниками для вибору є грошові агрегати, обмінний курс і рівень цін, то визнання одного із цих параметрів як номінального якоря монетарного регулювання визначає побудову існуючого в країні режиму грошово-кредитної політики на основі відповідного монетарного, валютного чи інфляційного таргетування.

Так, за монетарного таргетування проміжною метою грошово-кредитної політики є один із грошових агрегатів (зазвичай, «широка» грошова маса M2 або M3), а відтак такий вид таргетування передбачає контроль з боку центрального банку за динамікою відповідного грошового агрегату і його вплив на рівень інфляції. За валютного таргетування головним цільовим показником вважають фіксований обмінний курс, валютний коридор або прив'язка до стійкої валюти іншої країни, що позначається на купівельній спроможності національної валюти, динаміці цін та інших макроекономічних параметрах. І врешті, за таргетування інфляції як цільового показника монетарної політики обирається певний рівень індексу споживчих цін, який необхідно утримувати за допомогою засобів грошово-кредитного регулювання, за що відповідає центральний банк.

Питання активного використання таргетування як способу реалізації грошово-кредитної політики було внесено до порядку денного роботи центральних банків розвинутих країн ще у 70-ті роки ХХ ст., коли економічні наслідки нафтової кризи та світової рецесії, що призвели до затяжної стагфляції, завдали відчутних ударів по традиційних до того методах дискретного монетарного регулювання, заснованих на кейнсіанських постулатах активного державного втручання в економіку. Вже з 1975 р. в країнах Європейської спільноти проводилася грошово-кредитна політика, налаштована передусім на подолання інфляції, а наукова громадськість у той час дійшла висновку про те, що підтримка цінової стабільності закладає міцну основу для поліпшення макроекономічних показників. У той період набуло поширення монетарне таргетування як режим грошово-кредитної політики, котрий ґрунтувався на постулаті про те, що в результаті контролю за грошовою масою можна скоротити темпи інфляції в країні. Такий режим передбачав щорічну декларацію цільового орієнтиру приросту грошової маси (наприклад, агрегату M2), що дало змогу

сформулювати чітку короткострокову перспективу грошово-кредитної політики. Водночас із запровадженням цього режиму виявилися його недоліки, пов'язані передусім із зниженням ефективності такого таргетування за нестабільних показників мультиплікатора грошової маси і швидкості грошового обігу, що не давало можливості активно впливати на інфляційні процеси. Це було пов'язано передусім із кількома факторами:

- по-перше, не було точного визначення субстанції грошей, оскільки усе більше розмаїття різних інструментів фінансового ринку могли виконувати грошові функції, а відтак, таргетовані грошові агрегати не виражали всього обсягу ліквідності в національній економіці, через що доволі проблематично було встановити зв'язок між їхньою динамікою та темпами інфляції;

- по-друге, мало місце швидке зростання ролі та автоматизації і комп'ютеризація безготівкового платіжного обігу, внаслідок чого швидкість руху грошей могла різко змінюватись, а відтак зв'язок між темпами зростання грошової маси та інфляцією послабився порівняно з 80-тими роками, коли таргетування грошової маси було надзвичайно ефективне;

- по-третє, тривале укрупнення й ускладнення світового фінансового ринку та підвищення фінансової інтегрованості країн призводило до розмивання зв'язків між динамікою грошових агрегатів і цільовими макроекономічними показниками, роблячи таргетування монетарних параметрів все більш неспроможним;

- по-четверте, активний розвиток фінансових інновацій та дії урядів щодо дерегулювання ринку також вплинули на відсутність стабільного зв'язку між грошовими агрегатами та інфляцією;

- по-п'яте, валютно-фінансові кризи (азіатські, латиноамериканські), що розгорнулися у 1990-х рр., ознаменували крах механізму фіксованих валютних курсів, призвели до переоцінки засадничих принципів валютно-курсової політики, оскільки на тлі зростання інтеграції в більшості країн у світовий економічний і фінансовий простір валютне таргетування на той момент не розглядали як ефективний варіант режиму грошово-кредитної політики.

Відповідно з 90-х рр. ХХ ст. багато країн здійснили поступовий перехід до безпосередньо інфляційного таргетування. Головна мета цього режиму – зниження інфляційних очікувань населення і суб'єктів господарювання шляхом підвищення їхньої довіри до монетарної політики центрального банку, що ґрунтувалося на таких визначальних ознаках таргетування інфляції: по-перше, встановлення номінального якоря грошово-кредитної політики, який найбільше відповідав цінній стабільності; по-друге, виникнення чіткого для громадськості критерію діяльності органів грошово-кредитного регулювання і стабілізація на основі цього інфляційних очікувань населення; по-третє, вибір таких інструментів монетарної політики, які дають змогу органам грошово-кредитного регулювання визначати способи досягнення цільових показників, котрі є найбільш придатними в конкретній ситуації і макроекономічному середовищі.

Важливим параметром режиму таргетування інфляції була наявність чітко встановлених меж коливання цільового орієнтира інфляційного показника. Йдеться про наперед визначений діапазон, в рамках якого коливання змінної величини

цільового орієнтира інфляції зазвичай вважаються допустимим. Водночас не виключається можливість виходу інфляції за межі цього інтервалу, однак у такому разі центральний банк має пояснити причини такого відхилення і вказати заходи, за допомогою яких інфляцію можна повернути в рамки цільового діапазону.

Серед перших країн досвід інфляційного таргетування у 1989 р. було застосовано у Новій Зеландії, де парламент затвердив закон, згідно з яким забезпечення стабільності рівня цін було головною метою центрального банку, а основним інструментом вирішення такого завдання мала бути угода про цілі політики, що укладалася між Міністерством фінансів і Резервним банком Нової Зеландії. У цій угоді встановлювався кількісний показник рівня інфляції, за досягнення якого відповідав Резервний банк. Важливим аспектом розподілу повноважень між ним та урядом було те, що всі інші цілі економічної політики, в тому числі темпи економічного зростання, рівень безробіття, обсяг інвестицій, перебували в компетенції уряду, але не розглядалися як пріоритетні порівняно із метою щодо інфляції. Першим таргетом був коридор у 0-2%, причому якщо ще у березні 1988 р. інфляція у річному обчисленні в Новій Зеландії досягала 9%, а прогнози центробанку щодо її спадання нижче 4% протягом двох років викликали суцільну недовіру і критику, то уже в 1991 р. інфляція в країні була нижче 2%.

Таку практику пізніше перейняли інші розвинуті країни, зокрема Великобританія, Канада, Австралія, Ізраїль, Швеція, Норвегія, Японія. Головною особливістю інфляційного таргетування як режиму монетарної політики було встановлення кількісного показника інфляції як безпосередньої і головної мети центрального банку на середньострокову перспективу. Популярності цього механізму грошово-кредитної політики порівняно із попереднім режимом монетарного таргетування сприяли такі переваги таргетування інфляції, як більші можливості зосередитися на внутрішніх проблемах економіки через підтримання цінової стабільності, більш зрозумілий і прозорий механізм реалізації, забезпечення передбачуваності макроекономічних параметрів, відносна гнучкість механізму таргетування (порівняно із орієнтиром на грошову масу) та забезпечення незалежності грошово-кредитної політики центрального банку від уряду.

Обов'язковими умовами таргетування інфляції зазвичай є чітке розмежування повноважень центрального банку й уряду, співпраця між ними, транспарентність їхньої діяльності та інформаційна відкритість, тобто докладне пояснення усіх заходів, що застосовуються у сфері протидії розгортанню інфляційних процесів. Варто пам'ятати, що у багатьох країнах разом зі зміною режиму монетарної політики впроваджували важливі економічні реформи, наприклад у Новій Зеландії було проведено реформу у сфері фіскального регулювання. Однак, з іншого боку, незважаючи на певні успіхи у стабілізації цінової динаміки, новий на той час підхід щодо проведення грошово-кредитної політики у країнах, де було запроваджено інфляційне таргетування, не привів до помітного прискорення темпів їхнього економічного зростання.

Щодо конкретного механізму реалізації на практиці режиму інфляційного таргетування, то він передбачав виконання основних умов: 1) центральний банк публічно оголошує середньострокові цільові показники інфляції, які він має намір досягти; 2) цінова стабільність визнається першочерговою метою монетарної

політики; 3) грошова влада постійно інформує громадськість про свої рішення і їх причини, а також несе відповідальність перед суспільством за зобов'язаннями, пов'язаними із досягненням цільових показників інфляції; 4) схема прийняття рішень щодо встановлення конкретних параметрів для інструментів грошово-кредитного регулювання охоплює не тільки валютний курс або грошові агрегати, а й інші макроекономічні показники, зокрема процентні ставки.

Нині відомо чимало теоретичних та емпіричних досліджень, присвячених аналізу досвіду застосування інфляційного таргетування як в окремих державах, так і в групах країн, причому результати таких робіт часто суперечливі і неоднозначно оцінюють успіх такого режиму грошово-кредитної політики. Сама контроверсійність цього режиму викликала гостру дискусію в академічних колах від самого початку його запровадження спершу в розвинутих країнах, а згодом – у країнах, що розвиваються.

Так, Лоуренс Болл та Ніам Шерідан у фундаментальній праці «Чи має інфляційне таргетування значення?» не виявили позитивного результату переходу до таргетування інфляції [1]. Аналізуючи досвід розвинутих країн у перші роки запровадження режиму інфляційного таргетування, ці науковці дійшли висновку про те, що країни, в яких був вищий рівень інфляції до 90-х рр. XX ст., досягли її більшого зниження у 1990-і рр., здійснивши традиційні обмежувальні заходи грошово-кредитної політики, а ті країни, які контролювали інфляцію за допомогою таргетування, досягли її порівняно меншого зниження. Опонуючи їм, Маркус Хівонен у праці «Конвергенція інфляції між країнами» вказує на високу ефективність застосування інфляційного таргетування в розвинутих країнах, що привело до вирівнювання цін у цих країнах на низькому рівні саме завдяки тому, що застосовувався один і той самий режим грошово-кредитної політики, спрямованої на обмеження інфляційних процесів [2].

Ширшу базу для дослідження застосували Марко Вега та Дієго Вінкелрід, котрі у праці «Інфляційне таргетування та інфляційна поведінка» проаналізували досвід монетарної політики у 23 країнах із режимом таргетування інфляції та у 87 країнах з іншими режимами грошово-кредитної політики [3]. Науковці оцінили позитивний результат у вигляді зниження рівня інфляції в тих країнах, які перейшли до інфляційного таргетування, дійшовши висновку, що за інших рівних умов у цих державах як мінімум знижується волатильність цін в економіці та досягається «оптимальна» рівновага у сенсі «заякорювання» (anchoring) інфляції навколо якогось відносно низького рівня.

Ендрю Левін та його співавтори у роботі «Макроекономічні ефекти інфляційного таргетування» більшу увагу зосередили на пошуку доказів того, що інфляційне таргетування відіграє важливу роль в обмеженні інфляційних очікувань [4]. Це означає, що центральний банк, застосувавши такий режим, спроможний керувати інфляційними процесами, впливаючи на відповідні очікування економічних агентів. Подібної думки дотримується Джон Вільямс, котрий у праці «Стійкі правила монетарної політики з невідомими природними ставками» доводить, що в разі довіри до центрального банку і системної грошово-кредитної політики очікування економічних агентів стають передбачуваними для регулятора, що полегшує перехід до режиму інфляційного таргетування [5]. Іншими словами, наголошується, що таргетування інфляції буде більш ефективно за високого рівня довіри населення до центрального банку.



Не менш гострою є дискусія науковців щодо оптимального вибору між двома режимами – валютного та інфляційного таргетування. Так, Шу Лін у роботі «Що таргетувати – інфляцію чи валютний курс?» проводить емпіричне дослідження наслідків таргетування інфляції і таргетування обмінних курсів у 50 країнах [6]. На основі побудови ряду математичних моделей науковець робить висновок про те, що країни, які здійснюють інфляційне таргетування, досягли нижчих показників інфляції, аніж країни, котрі таргетують обмінний курс. Важливо також, що в результаті оцінювання впливу вибору режиму монетарної політики на динаміку економічного зростання виявлено, що загалом ефект таргетування валютних курсів та інфляції однаково впливає на економічне зростання. Дещо відмінна думка щодо цього питання обґрунтована у праці Джошуа Айзенмана та Майкла Хатчісона «Інфляційне таргетування та реальний обмінний курс на ринках, що виникають», в якій на основі математичних методів доводиться важливість регулювання саме валютного курсу для країн із експортно-орієнтованими економіками [7]. Позитивним аспектом цієї праці є більша увага авторів до врахування національних особливостей економічного розвитку різних країн, зокрема тих, які більш залежні від зовнішньоекономічної діяльності, що особливо актуально для України.

Ще більш цікавим напрямом наукової дискусії щодо інфляційного таргетування є оцінювання його наслідків для економік країн, що розвиваються, багато з яких перейшли до такого режиму на початку 2000-х рр. Так, Фредерік Мішкін та Клаус Шмідт-Хеббель у роботі «Чи є відмінним інфляційне таргетування?» характеризують ефективність переходу до інфляційного таргетування саме в країнах, що розвиваються [8]. На їхню думку, перехід до цього режиму – це позитивний крок грошово-кредитної політики, адже це сприяє зниженню інфляції і її волатильності, а також зниженню волатильності інших макроекономічних показників. Крім того, позитивний результат переходу до інфляційного таргетування, виявляється в тому, що знижується вплив шоків нафтових цін і обмінного курсу на національну економіку.

Не розділяють таке оцінювання Рікардо Бріто та Бріан Бистедт, котрі у праці «Інфляційне таргетування в економіках, що виникають» показали негативний результат переходу до інфляційного таргетування, досліджуючи вибірку із 46 країн, що розвиваються, із горизонтом дослідження з 1990 р. по 2006 р., встановивши, що режим таргетування інфляції негативно впливає на темпи зростання економіки таких країн [9]. Так само критично оцінюють результати запровадження режиму інфляційного таргетування Бен Бернанке та Майкл Вудворд, які у книзі «Дебати щодо інфляційного таргетування» чітко обґрунтували негативні наслідки цього режиму для країн із нерозвинутими ринками, попереджаючи, що в економіках цих країн відсутня інституційна зрілість, а дії щодо насадження інфляційних таргетів можуть підірвати довіру суспільства до монетарної влади та призвести до гірших результатів щодо подальшого економічного розвитку [10]. На думку Девіда Ромера, автора популярного підручника «Передова макроекономіка», особливості застосування режиму інфляційного таргетування насправді дуже мало сприяють власне зниженню інфляції, натомість більш вагомим є вплив центральних банків на інфляційні очікування через традиційні засоби монетарної політики [11].

У цьому контексті варто згадати позицію нобелівського лауреата з економіки Джозефа Стігліца, котрий у статті «Провал інфляційного таргетування» зазначав: «Залишається сподіватися на те, що більшість країн має достатньо здорового глузду, щоб не здійснювати таргетування інфляції; мої симпатії тим бідним громадянам, чії країни все-таки роблять це» [12]. В одному із своїх виступів на конференції МВФ він зазначав: «Ідея про те, що таргетування інфляції призведе до фінансової стабільності, а фокусування лише на цінах забезпечить стабільний економічний ріст, є фундаментально хибною» [13].

Загалом із плином часу оцінювання експертів щодо такого монетарного режиму набуло більшої критичності з огляду на розширення бази дослідження і досвіду більшої кількості країн. Заклики до пошуку нових підходів і перегляду традиційних уявлень про інфляційне таргетування особливо посилились після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Так, у книзі Річарда Болдвіна і його співавторів наголошується на зламаному внаслідок кризи механізмі трансмісії та необхідності пошуку альтернативних цілей грошово-кредитного регулювання, посиленні макропруденційного нагляду та важливості забезпечення фінансової стабільності [14].

Отже, як видно із наведеного аналізу, у працях провідних економістів світу немає єдиної думки щодо оцінювання ефективності інфляційного таргетування як режиму монетарної політики, а результати емпіричних досліджень суперечливі і неоднозначні, особливо вони відрізняються для розвинутих країн і для ринків, що розвиваються, із чого можна зробити декілька попередніх висновків.

По-перше, для розвинених країн науковці підтверджують ефективність переходу до інфляційного таргетування, що характеризується зменшенням темпів інфляції у довгостроковій перспективі, зростанням стійкості економіки до зовнішніх шоків, а також розширенням можливостей монетарної влади впливати на інфляційні очікування економічних агентів.

По-друге, у частині досліджень стверджується, що ті розвинуті країни, які не застосовували режим інфляційного таргетування, також змогли обмежити темпи зростання цін у довгостроковій перспективі. У зв'язку із цим зроблено припущення, що стримування інфляції може визначатися більшою мірою загальними тенденціями розвитку цих країн та макроекономічними умовами, аніж власне режимом грошово-кредитної політики.

По-третє, щодо країн, які розвиваються, то тут ситуація ще більш неоднозначна, позаяк результати дослідження багатьох таких країн вказують на те, що навіть у разі, якщо за реалізації режиму інфляційного таргетування середній рівень цін знижується, а їхня волатильність спадає, то така монетарна політика завдає значну шкоду реальному сектору, сильно знижуючи темпи зростання сукупного виробництва, що вкрай негативно позначається на економічному становищі таких країн.

По-четверте, у багатьох працях доведено, що після переходу до режиму інфляційного таргетування країни, що розвиваються, зазнають значного ризику короткострокових зовнішніх шоків через нестабільність обмінного курсу, котра екстраполюється на рівень внутрішніх цін, роблячи динаміку інфляційних процесів непередбачуваною. Перехід до вільного курсоутворення як невід'ємний елемент інфляційного таргетування зумовлює посилення недовіри з боку економічних агентів

до центрального банку та визначає їхню нерациональну поведінку на валютному ринку, яка збільшує волатильність обмінного курсу та погіршує результативність грошово-кредитної політики.

З огляду на вищевказане очевидний загальний висновок про відсутність єдиних універсальних рецептів у світі щодо обрання того чи іншого режиму монетарної політики та необхідність застосування індивідуального підходу кожною країною відповідно до специфіки її ролі і місця у світовому господарстві та національних особливостей економічного розвитку. Особливо це важливо для України із її малою відкритою економікою та значною вразливістю до зовнішніх шоків, найбільш згубна дія яких виявилась саме у період бездумної відмови Національного банку від підтримки обмінного курсу гривні у 2014 р., що було представлено як важливий і невід'ємний елемент переходу країни в наступному році до режиму інфляційного таргетування.

У такому контексті доречно було б зазначити, що згідно з оцінюванням МВФ, усього країн, котрі дотримуються режиму інфляційного таргетування, здійснюючи вільне плавання національних валют, налічується 35 [15, с. 11]. Проте не всі країни діють в однакових економічних умовах, а ті рецепти запровадження того чи іншого монетарного режиму, які були дієвими ще 20-30 років назад в умовах розвинутих ринкових відносин, не завжди даватимуть позитивний результат для країн, що розвиваються, та не обов'язково виявлятимуть свою ефективність за кардинальних змін глобального економічного середовища, особливо якщо брати до уваги наслідки світової пандемічної кризи. Тому нині уже поступово виникає усвідомлення, що країни, які розвиваються, повинні зосередитися передусім на підвищенні продуктивності праці і прискореному зростанні реальних інвестицій, а не на інфляційному таргетуванні, яке здатне поліпшити макроекономічні показники тільки у короткостроковій перспективі.

Крім цього, для запровадження інфляційного таргетування необхідні обов'язкові передумови, зокрема вплив таких загальних чинників, як:

1) наявність дієвих каналів трансмісії грошово-кредитної політики, зокрема кредитного, валютного, процентного, цін активів, очікувань, що визначає саму можливість впливу центрального банку на економіку засобами монетарного регулювання та напрями дії відповідних монетарних імпульсів на всі аспекти економічного життя суспільства;

2) достатні темпи економічного зростання і наявність розвинутих ринкових інститутів, що дозволяє центральному банку зосередитись на досягненні інфляційного таргета і відмовитись від інших цілей монетарної політики, зокрема стимулювання зростання економіки з урахуванням того, що ринкові механізми також нівелюють вплив на інфляцію немонетарних факторів;

3) ефективні бюджетно-податкові механізми, що за умов стійкого економічного зростання, забезпечують належну дохідну базу бюджету, вилучивши необхідність фіскального домінування та монетизації державного боргу через емісійні механізми і створивши підґрунтя для достатньої незалежності центрального банку щодо проведення грошово-кредитної політики.

Крім того, для економік країн, що розвиваються, успішність запровадження механізму інфляційного таргетування залежить від початкового дотримання деяких специфічних умов, зокрема таких, як: забезпечення високого рівня фінансової

стійкості банківської системи; зменшення рівня доларизації грошового обігу і банківських операцій; підтримання порівняно низьких темпів інфляції упродовж тривалого періоду до введення інфляційного таргетування; активні заходи щодо подолання монополізму в економіці і відмова від адміністративного контролю цін; зменшення частки зовнішньоторговельного обороту у структурі ВВП; досягнення стабільних темпів економічного зростання. Очевидно, що недотримання зазначених умов в Україні викликає серйозні сумніви щодо обґрунтованості і своєчасності рішення про доцільність переходу до режиму інфляційного таргетування, позаяк ефективність монетарного впливу центрального банку на економіку за таких обставин все ще низька.

Поряд із зазначеними вище загальними і специфічними умовами особливістю режиму інфляційного таргетування є дія так званої трилеми монетарної політики для країн з відкритою економікою, коли можна вибрати одночасно дві з трьох можливих цілей грошово-кредитного регулювання: забезпечення мобільності міжнародного капіталу, підтримання валютного курсу на заданому рівні й контроль за емісією грошової маси, що відображає незалежність центрального банку. Наприклад, утримання фіксованого валютного курсу в поєднанні зі слабкими обмеженнями мобільності капіталу буде призводити до низької ефективності монетарної політики. І навпаки, за незалежної монетарної політики, спрямованої на свободу емісійної діяльності, якийсь із компонентів – вільна мобільність капіталу або фіксований валютний курс – стає неможливим. Саме тому однією з головних умов переходу до інфляційного таргетування в Україні визначено відмову від підтримання обмінного курсу.

Однак у цьому контексті потрібно розуміти одну принципову відмінність, адже у розвинутих країнах економіка орієнтована переважно на внутрішній ринок і внутрішнє споживання, а частка зовнішньоторгового обігу у ВВП порівняно невисока, у зв'язку із чим такі країни можуть дозволити собі абстрагуватися від динаміки обмінного курсу й орієнтуватися переважно на темпи інфляції й економічного зростання. Принципово інша ситуація простежується в Україні із її високим рівнем відкритості національного господарства, за якого зовнішньоторговий оборот (експорт плюс імпорт) перевищує обсяг ВВП країни, у зв'язку із чим відмова від контролю валютного курсу значно збільшує ризики усіх сфер економічної діяльності через їхню значну залежність від зовнішньоекономічних операцій, а відтак надмірні коливання валютного курсу не лише негативно позначаються на стабільності валютного ринку й функціонуванні банківської системи, а й на всіх макроекономічних параметрах.

В Україні дії Національного банку щодо переходу у 2014–2015 рр. до режиму інфляційного таргетування розпочались передусім із відмови від контролю валютного курсу, що, однак, призвело не лише до трикратної девальвації гривні (на початку 2015 р. на офіційному ринку курс сягнув 30 грн/дол., а на чорному ринку – 40 грн/дол.), а й до сплеску інфляції (навесні 2015 р. інфляція у річному вимірі досягла 60%), а також до макроекономічної дестабілізації (17%-не зменшення ВВП у 2014–2015 рр., зниження рівня монетизації до 40%,) та руйнівних наслідків для усього фінансового сектору країни з впливом депозитів, неповерненням кредитів та банкрутством багатьох банківських установ (збитки банків становили 126 млрд грн і 52,9 млрд грн у 2014 і 2015 рр., внаслідок чого до 100 банківських установ припинили свою діяльність).

У зв'язку із цим виникає логічне питання, наскільки взагалі було доцільно і правильно переходити до вільного курсоутворення національної валюти в економічно несприятливий період та у ситуації невиконання початкових умов, необхідних для запровадження режиму інфляційного таргетування? Адже сама структура малої відкритої сировинної економіки, якою є економіка України, об'єктивно визначає домінуючий вплив на цінову динаміку саме валютного курсу, позаяк розгортання інфляційних процесів було безпосереднім наслідком девальвації національної валюти та адміністративного підвищення цін.

Загалом інфляційне таргетування демонструє доволі низьку ефективність саме за високої частки імпорту товарів і послуг у структурі внутрішнього споживання, що простежується в Україні, оскільки за таких обставин динаміка інфляційних процесів визначається передусім кон'юктурою зовнішніх ринків, на які не впливає процентна політика Національного банку. А відтак за значного обсягу зовнішньоторгового обороту в структурі ВВП країни домінуючим чинником внутрішньої динаміки цін може бути саме імпортована інфляція, що значною мірою нівелює можливості центрального банку дотримуватись встановлених ним інфляційних таргетів.

Без забезпечення макроекономічної і фінансової стабільності, достатнього рівня розвитку фінансового ринку та інструментів хеджування ризику, а також ефективного функціонування всіх трансмісійних механізмів монетарної політики різка відмова центрального банку від підтримки курсової стабільності може негативно вплинути на економіку. Тому практика країн із ринками, що розвиваються, у яких було запроваджено інфляційне таргетування, свідчить про поступову, а не різку відмову від режиму таргетування обмінного курсу, оскільки навіть після переходу до режиму таргетування інфляції динаміка валютного курсу все ще відіграє важливу роль для прийняття економічних рішень. При цьому значне підвищення волатильності обмінного курсу (як в Україні) не бажане як для грошового, так і для товарного ринків, позаяк зумовлює різкі коливання кон'юктури, дестабілізуючи макроекономічну ситуацію.

Відмова від політики валютно-курсної стабільності і використання як головного інструменту монетарного регулювання процентних ставок має подвійний негативний ефект, що позначається як на кредитному, так і на валютному ринку. З одного боку, спроби приборкати інфляцію шляхом зв'язування надлишкової ліквідності банківської системи обумовлюють встановлення надвисоких ставок за депозитними сертифікатами НБУ, внаслідок чого відбувається ефект витіснення, за якого блокується кредитування реального сектору через наявність у банків привабливої альтернативи для інвестування коштів, що поглиблює диспропорції міжбанківського ринку та перешкоджає відновленню економічного зростання. З іншого боку, підвищення короткострокових ставок центрального банку призводить до зростання доходності за державними борговими зобов'язаннями та стимулює приплив в країну іноземного короткострокового спекулятивного капіталу. З урахуванням того, що такі цінні папери номіновані в гривні, регулярні припливи і відпливи цих коштів обумовлюють посилення волатильності курсу національної валюти, що змушує імпортерів перекладати валютні ризики на кінцевого споживача, посилюючи інфляційні процеси.

Крім того, у ході реалізації грошово-кредитної політики, регулятор і по сьогодні демонструє повне нерозуміння або ігнорування самої природи інфляційних процесів

в Україні, оскільки головним інструментом боротьби з інфляцією, який застосовує Національний банк у рамках режиму інфляційного таргетування, визначено облікову ставку, що є орієнтиром ціни на гроші, а її динаміка характеризує стан монетарної політики («жорстка або м'яка», як це трактує сам Нацбанк). Якщо, на думку НБУ, рівень прогнозованої інфляції вищий за цільове значення (таргет), він підвищує облікову ставку, що через механізм монетарної трансмісії має стримувати загальне зростання цін і наблизити інфляцію до цілі, і навпаки, в разі протилежної потреби знижує облікову ставку, стимулюючи загальне підвищення рівня цін [16].

Однак важливо наголосити, що процентний інструментарій у розпорядженні центральних банків за нормальних ринкових умов у розвинутих країнах слугує передусім засобом контролю над інфляцією попиту, причому у цих країнах, які започаткували практику інфляційного таргетування, інфляція має переважно саме такий характер, тобто виникає внаслідок перевищення платоспроможного попиту над пропозицією товарів і послуг через політику «дешевих грошей», активізацію банківського кредитування і нарощування обсягів грошової маси, наслідком чого є перегрів економіки у верхній фазі ділового циклу і розкручування інфляції. В Україні природа інфляційних процесів дещо відмінна від розвинутих країн і характеризується чинниками, які в сукупності спричиняють інфляцію витрат.

Інфляція витрат, як відомо, зумовлена зростанням затрат виробництва, а також дією загальних ринкових умов, що призводить до зростання цін на товари і послуги та супроводжується збільшенням кількості грошей відповідно до зростання рівня цін. Потрібно розуміти, що в Україні відбувається передусім інфляція витрат, котру спричиняє зростання цін унаслідок впливу чинників, що діють з боку пропозиції товарів, а не попиту, зокрема: зростання цін на імпортні товари і послуги внаслідок девальвації національної валюти; завищення монополіями цін на енергоресурси, які включено у собівартість усіх товарів; адміністративне підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги; монополізація окремих сегментів ринків товарів і послуг та безконтрольне завищення цін і тарифів за повної бездіяльності Антимонопольного комітету; зростання ціни кредитних ресурсів на грошовому ринку із відповідним збільшенням собівартості продукції, а відтак і ринкових цін.

Вплив зазначених факторів інфляції витрат вказує на недовірливість сучасної процентної політики, застосовуваної Національним банком для обмеження цінової динаміки. Більше того, ріст процентних ставок, що вкрай негативно позначається на активізації банківського кредитування реального сектору, має руйнівний вплив на можливість відновлення економічного зростання в Україні. Адже спроби впливати на цінову динаміку винятково через процентні ставки при одночасній відмові від впливу на валютний курс означають постійну наявність девальваційного ризику всіх видів господарської діяльності, а відтак і зростання інфляційних очікувань серед економічних агентів, що якраз і не вкладається у концепцію інфляційного таргетування, як цілком прозорого і зрозумілого для суспільства монетарного режиму щодо намірів регулятора на фінансовому ринку.

Крім того, стосовно економіки України слід мати на увазі і ряд складнощів концептуального, технічного та інструментального характеру, що супроводжують реалізацію режиму інфляційного таргетування:

По-перше, таргетування інфляції як режим монетарної політики розраховано на довгострокову перспективу і базується на довготривалому досвіді низької інфляції у розвинутих країнах. Цей досвід показує, що ефективне застосування цільового орієнтуру інфляції можливо тільки при стійких темпах економічного зростання, відсутності великих диспропорцій у відтворенні, низьких темпах інфляції у базових галузях економіки та відсутності істотних зовнішніх шоків протягом тривалого часу. В Україні ж, на відміну від розвинутих країн, досвід економічного розвитку в умовах стабільно низьких темпів інфляції відсутній.

По-друге, при інфляційному таргетуванні роль грошово-кредитної політики зводиться до формування низьких темпів інфляції і передбачуваного рівня процентних ставок, тоді як сама політика не спроможна стати драйвером економічного зростання, адже підпорядкування усіх інструментів монетарного регулювання єдиному завданню вступає в протиріччя із необхідністю нарощування грошової маси в економіці з метою стимулювання сукупного попиту та кредитних вкладень в реальний сектор, що є життєво важливим саме у період загострення кризових явищ, як під час останньої пандемії, коли центральні банки в розвинутих країнах на перший план висунули потребу підтримання домогосподарств і бізнесу, навіть якщо це і суперечить цілям щодо обмеження інфляції.

По-третє, на практиці інфляція являє собою складний і достатньо суперечливий процес, а заходи грошово-кредитної політики впливають на економіку зі значним відставанням. У всякому разі навіть, якщо у розвинених країнах, де склалися історичні традиції низької інфляції, цей процес реалізується із значною інерцією, то що вже можна стверджувати про Україну із її інституційною нерозвиненістю ринкових відносин та багатофакторним впливом на інфляцію. Крім того, в умовах загострення кризових явищ, коли необхідні оперативні й адекватні дії центрального банку у відповідь на зміну економічної кон'юнктури, наявність лагу між здійсненням певних заходів у сфері монетарного регулювання і досягненням кінцевого результату у вигляді зрушень у цінній динаміці, є особливо небезпечним.

По-четверте, переважання впливу саме факторів немонетарного характеру на перебіг інфляційних процесів суттєво обмежує ефективність режиму інфляційного таргетування, адже значний вплив на динаміку інфляції чинників, які не контролює центральний банк (наприклад, низька продуктивність праці, висока монополізація внутрішнього ринку, його вразливість перед зовнішніми шоками), може суттєво знизити ефективність інструментів грошово-кредитної політики, позаяк інфляція в нашій країні визначається не темпами зростання грошової маси, а чинниками немонетарного походження, що може призвести до значного відхилення фактичних інфляційних показників від запланованих, а відтак підірвати довіру до монетарної влади з боку суспільства.

По-п'яте, таргетування інфляції не означає формування політики відповідно до поточних фактичних темпів інфляції, а тому вирішальне значення набувають прогнози, від достовірності яких багато в чому залежить правильність прийняття рішень у сфері грошово-кредитного регулювання. Це зумовлює потребу в наявності у центрального банку серйозного апарату прогнозування й адекватної статистичної бази, оскільки прогноз показників інфляції має здійснюватися на постійній основі для корегування

грошово-кредитної політики та її інструментарію. Однак, у вітчизняних реаліях інфляційні очікування дуже часто виникають і зростають залежно від непрогнозованих політичних подій, а тому достовірність прогнозів порушується, а отже, їх не завжди можна розглядати як основу для прийняття рішень у сфері монетарної політики.

По-шосте, головним інструментом реалізації режиму інфляційного таргетування є вплив центрального банку на динаміку ринкових ставок процента, зміна яких має обернений вплив на динаміку грошової пропозиції, сукупний попит та інфляційні процеси, однак дієвість такого інструменту вирішальною мірою залежить від рівня розвитку фінансового ринку в країні та його інфраструктури у вигляді широкого кола професійних посередників, що використовують великий набір фінансових інструментів для інвестування коштів і хеджування ризиків. Натомість в Україні процентний канал монетарної трансмісії слугує більшою мірою для обмеження попиту на кредитному ринку, що має своїми наслідками зниження рівня монетизації економіки, скорочення банківського кредитування реального сектора та обмеження можливостей для стійкого виробничого зростання.

По-сьоме, використання режиму інфляційного таргетування зазвичай супроводжується відмовою центрального банку від активного втручання в операції на валютному ринку щодо підтримки обмінного курсу національної валюти. Однак така політика є прямим шляхом до збільшення волатильності валютного курсу і макроекономічної дестабілізації, особливо якщо взяти до уваги значну залежність економіки України від зовнішньоторгового обороту та вразливість її фінансового сектору до зовнішніх шоків. А значна девальвація національної валюти (що простежувалось у 2014–2015 рр.) спроможна спричинити ціновий шок саме через через залежність внутрішнього попиту від імпоротної складової, що зводить нанівець сам механізм інфляційного таргетування.

Вказані труднощі реалізації режиму інфляційного таргетування набули особливого виразу під час пандемічної кризи, яка розпочалася у 2020 р. і мала глобальні економічні наслідки, визначивши значне коригування пріоритетів грошово-кредитної політики провідних центральних банків світу. Зміст діяльності грошової влади за таких умов передбачає застосування заходів стимулювання, що спрямовані на подолання поточних і довгострокових негативних наслідків пандемії, адже на сьогодні головними економічними наслідками глобальної пандемічної кризи у світі можна вважати зниження виробництва та зростання рівня безробіття, а тому коригування пріоритетів у процесі реалізації грошово-кредитної політики відображає поступовий відхід від догматів інфляційного таргетування задля реалізації більш гнучкої політики щодо використання монетарних методів підтримання домогосподарств і бізнесу в умовах пандемії, сприяння збереженню наявних і створенню нових робочих місць, стимулювання споживчого та інвестиційного попиту на ринку.

Реалізація на практиці цих завдань відображає доволі оперативну реакцію центральних банків розвинутих країн, котрі уже мали досвід і напрацьований інструментарій у процесі подолання наслідків глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Це дало змогу регуляторам одразу із початком пандемії використовувати водночас два основні напрями монетарної політики: 1) традиційної, що полягає у зниженні ринкових процентних ставок, утриманні їх на близькому до нуля рівні й активізацію



надання кредитів комерційним банкам з метою подальшого інвестування цих ресурсів у реальний сектор; 2) нетрадиційної, головним інструментом якої є кількісні пом'якшення, що здійснюються через масований викуп активів на фінансовому ринку і збільшення суми балансів центральних банків, а відтак і рівня монетизації економіки через відповідні грошові вливання.

Усвідомлення того факту, що режиму інфляційного таргетування потрібні зміни, прийшло ще задовго до пандемічної кризи. Важливу роль відіграла Нова Зеландія як країна, котра вперше запровадила цей режим, у концептуальному розвитку інфляційного таргетування. У 1999 р. Резервний банк цієї країни проголосив перехід від жорсткого режиму таргетування до гнучкого, що передбачає таргетування не тільки інфляції як такої, а й інших макроекономічних показників (у тому числі валютного курсу і ВВП), а також ширший і більш гнучкий інструментарій грошово-кредитної політики. Про зміну підходів до інфляційного таргетування під час пандемічної кризи свідчить розширення мандату центральних банків розвинутих країн. Наприклад, ФРС США вважає, що її головне завдання – боротьба із безробіттям, а цільовий показник інфляції у 2% вважається довгостроковим орієнтиром із можливостями його перевищення на догоду більш важливим завданням із підтримання виробничого зростання і зайнятості. Аналогічні підходи нині реалізують Європейський центральний банк, Банк Англії та Банк Японії.

На противагу цьому, в Україні реалізація грошово-кредитної політики під час пандемічної кризи і надалі здійснювалась відповідно до догм інфляційного таргетування, незважаючи на зниження ВВП у 2020 р. на 4%, прискорене спадання ВВП у першому кварталі 2021 р. проти аналогічного періоду 2020 р. до 2% з 0,7% у четвертому кварталі 2020 р., зростання рівня безробіття у 2020 р. з 8,5% до 10%, а також власне прискорення самої інфляції у травні 2021 до 9,5% (з 8,4% у квітні), що перевищило верхню межу інфляційного таргету, встановленого НБУ на рівні 5%.

Незважаючи на те, що Національний банк чітко визначає, що пріоритетом монетарної політики є досягнення та забезпечення цінової стабільності, дотриматися встановленого діапазону щодо темпів зростання цін йому не вдається, а перевищення цього діапазону трактується регулятором як «тимчасове явище», хоча одним із головних чинників прискорення цінової динаміки в останній період є тиск зовнішньої кон'юнктури (зростання світових цін на енергоресурси, сировину, продовольство), ще здійснює, класичну інфляцію витрат, яку інфляційне таргетування не може подолати. Однак навіть незважаючи на те, що сам Нацбанк визнає вплив різних чинників на розвиток інфляції, реалізацію антиінфляційної політики регулятор все ще здійснює, застосовуючи процентні інструменти, зокрема підвищивши у відповідь на наростання інфляційної динаміки облікову ставку у поточному році з 6% до 7,5%. Водночас результатом утримання високих процентних ставок на високому рівні відповідно до догм інфляційного таргетування є не стільки подолання інфляційних процесів, скільки згорання кредитування реального сектору економіки і переорієнтація комерційних банків на інвестування кредитних ресурсів у ОВДП та депозитні сертифікати НБУ.

Таким чином, замість наслідування логіки і здорового глузду у процесі реалізації монетарної політики за кращими зразками провідних центробанків світу, котрі суттєво змінили пріоритети своєї діяльності, Національний банк у своїй практиці уперто не

бажає відступати від догматів монетаристської теорії, актуальної ще у 70-х рр. ХХ ст., прихильниками якої інфляція трактувалася як суто грошовий феномен, викликаний надлишком грошової маси в обігу щодо випуску продукції, а отже, обґрунтовувалося припущення про можливість центрального банку її контролювати. У такій інтерпретації інфляційне таргетування виявляється адаптацією відомого грошового правила М. Фрідмена до сучасних умов. Проте головна проблема полягає в тому, що в Україні природа сучасних інфляційних процесів має здебільшого немонетарний характер, про що зазначалось вище, а відтак спроби протидіяти зростанню цін тільки через маніпуляції процентними ставками приречені на невдачу. Натомість доволі чітким результатом такої політики є обмеження кредитування і доступу населення та бізнесу до грошових ресурсів, стиснення сукупного попиту, зниження коефіцієнта монетизації економіки та, як результат, загострення проблем виробничого спадання і безробіття.

Важливо наголосити, що підтримання монетарними засобами стриманої динаміки внутрішнього споживчого попиту заради обмеження інфляції як самоцілі небезпечно, оскільки загрожує занурити економіку у довготривалу рецесію. Національний банк України намагається впроваджувати монетарний режим, рецепти якого були актуальні ще 20-30 років назад, а ті, хто його започаткували, самі вже відмовилися від догматичного і негнучкого підходу у застосуванні інфляційних таргетів. Більше того, країни, що розвиваються, усвідомлюють, що перехід до режиму інфляційного таргетування має свою велику ціну у вигляді низьких темпів економічного зростання, високих реальних процентних ставок та слабкої генерації нових робочих місць. Нині це стає очевидним і в Україні, позаяк така політика НБУ пригнічує внутрішній попит замість того, щоб стимулювати його, давши поштовх для економічного зростання задля подолання наслідків пандемічної кризи, як це роблять центральні банки інших країн світу.

Очевидно, що вихід із ситуації, яка склалася, має полягати у відмові від жорсткого дотримання принципів інфляційного таргетування і переході до більш сучасних способів реалізації грошово-кредитної політики із застосуванням якомога ширшого набору інструментів монетарного впливу та різних цільових орієнтирів (у т. ч. рівень безробіття, динаміка ВВП, обмінний курс, валові інвестиції), пріоритетність яких визначається нагальними потребами економіки і суспільства у даний історичний період, як це зараз відбувається у розвинутих країнах. Адже, якщо світова економіка увійде в новий інфляційний цикл на тлі результатів експансіоністської політики провідних центральних банків та їх підвищеної емісійної активності за останній період, то кон'юнктура зовнішніх ринків буде домінантним фактором внутрішньої цінової динаміки для більшості країн, спричинивши імпортовану інфляцію та зумовивши практичну недовіру класичних рецептів інфляційного таргетування як монетарного режиму.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Аналіз емпіричних і теоретичних досліджень провідних науковців щодо світового досвіду застосування інфляційного таргетування як режиму монетарної політики вказує на відсутність однозначних оцінок про ефективність цього режиму та його релевантність для різних країн світу, особливо з урахуванням національних особливостей економіки та докорінних відмінностей у вихідних умовах застосування відповідного механізму

грошово-кредитної політики, як між розвинутими країнами і країнами, що розвиваються. Цілком очевидно, що в Україні такі базові умови не було створено, а тому застосування Національним банком режиму інфляційного таргетування одразу і без будь-якого перехідного періоду слід вважати передчасним і таким, що суперечить національним інтересам та особливостям економічного розвитку.

Такі особливості вказують на декілька важливих моментів, які визначають неадекватність дій регулятора щодо обрання дієвого режиму монетарної політики в Україні, зокрема: 1) раптова відмова від підтримання обмінного курсу, що спричинила трикратну девальвацію, макроекономічну нестабільність і руйнівні наслідки для банківського сектору; 2) немонетарний характер інфляції, що не дозволяє ефективно застосовувати відповідні інструменти грошово-кредитної політики, зокрема процентну ставку, у боротьбі зі зростанням цін; 3) відсутність необхідних інституційних і організаційно-методологічних передумов для запровадження інфляційного таргетування; 4) негнучкість механізмів реалізації такого режиму, що не дозволяє центральному банку належним чином реагувати на розгортання кризових явищ в економіці, в т. ч. під час останньої пандемічної кризи.

За таких обставин перспективами подальших досліджень у цьому напрямі може бути виявлення можливостей розширення дієвого мандату регулятора для того, щоб засоби й механізми грошово-кредитної політики слугували суспільним інтересам, за яких підтримка домогосподарств і бізнесу в кризових умовах і сприяння економічному розвитку мають вищий пріоритет порівняно із безплідними спробами стримати цінову динаміку, коли обмеження грошової маси підриває можливості зростання економіки, але не здатне погасити інфляційні хвилі. Це означає передусім, що керівництво Національного банку має розглядати режим інфляційного таргетування лише як один із багатьох робочих варіантів дій регулятора в процесі реалізації монетарної політики, а не як майже такий собі квазірелігійний культ, критика якого одразу сприймається як спроби наступу на незалежність центрального банку. Незалежність головного банку країни не має означати його відірваність від ключових завдань державної економічної політики, реалізація якої під час кризи потребує стимулювальної, а не обмежувальної грошово-кредитної політики, що здійснюється в т. ч. шляхом усебічної підтримки кредитної активності банківського сектору, якому мають бути створені необхідні стимули для вкладення коштів в економіку, як це відбувається в розвинутих країнах світу.

### **Література**

1. Ball, L., Sheridan, N. Does inflation targeting matter? *NBER Working Paper*, March 2003. No. 9577. 50 P.
2. Hyvonen, M. Inflation convergence across countries. *Research Discussion Paper of Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, 2004. No. 2004-04. 24 P.
3. Vega, M., Winkelried, D. Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*, 2005. vol. 1, No. 3. pp. 153–175.
4. Levin, A.T., Natalucci, F.M., Piger, J.M. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2004, No. 86 (4), pp. 51–80.

5. Orphanides, A., Williams, J. Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates. *Bookings Paper on Economics Activity*, 2002, vol. 2002, No. 2, pp. 63–118.
6. Lin, S., Ye, H. What to target? Inflation or exchange rate. *Southern Economic Journal*, 2012, vol. 78, no. 4, pp. 1202–1221.
7. Aizenman, J., Hutchison, M., and Noy, I. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. *World Development, Elsevier*, 2011, vol. 39(5), pp. 712–724.
8. Mishkin, F.S., Schmidt-Hebbel, K. Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile, 2007. pp. 291–372.
9. Brito, R., Bystedt, B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, iss. 2, pp. 198–210.
10. Bernanke, B. Woodford, M. *The inflation targeting debate*. The University of Chicago Press: Chicago, 2005. 458 p.
11. Romer, D. *Advanced macroeconomics*. 5th ed. McGraw-Hill: Irwin, New York, 2019. 782 p.
12. Stiglitz, J. E. The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*, May 2008. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting>
13. Stiglitz, J. E. *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*. Paper presented at IMF Conference “Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis”, Washington DC, 2011. 7–8 March. pp. 37–55.
14. Reichlin, L., Baldwin, R. (ed.) *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*. London. Centre for Economic Policy Research, 2013. 139 p.
15. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*. Washington, DC. International Monetary Fund. 2020. 3787 p.
16. *The Key Policy Rate as the Main Monetary Policy Instrument*. *National Bank of Ukraine*. URL: <https://bank.gov.ua/en/monetary/tools#section-2>

### References

1. Ball, L., & Sheridan, N. (2003). Does inflation targeting matter? *NBER Working Paper*, 9577 [in English].
2. Hyvonen, M. (2004). Inflation convergence across countries. *Research Discussion Paper of Economic Research Department of Reserve Bank of Australia*, 2004-04 [in English].
3. Vega, M., & Winkelried, D. (2005). Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*, 3 (1), 153–175 [in English].
4. Levin, A.T., Natalucci, F.M., & Piger, J.M. (2004). The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), 51–80 [in English].
5. Orphanides, A., & Williams, J. (2002). Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates. *Bookings Paper on Economics Activity*, 2, 63–118 [in English].
6. Lin, S., & Ye, H. (2012). What to target? Inflation or exchange rate. *Southern Economic Journal*, 78 (4), 1202–1221 [in English].

7. Aizenman, J., Hutchison, M., & Noy, I. (2011). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. *World Development, Elsevier*, 39 (5), 712-724 [in English].
8. Mishkin, F.S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile. pp. 291–372 [in English].
9. Brito, R., & Bystedt, B. (2010). Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 91 (2), 198–210 [in English].
10. Bernanke, B., & Woodford, M. (2005). *The inflation targeting debate*. Chicago: The University of Chicago Press [in English].
11. Romer, D. (2019). *Advanced macroeconomics*. 5<sup>th</sup> ed. New York: McGraw-Hill. Irwin [in English].
12. Stiglitz, J. E. (2008). The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*. May. Retrieved from: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting> [in English].
13. Stiglitz, J. E. (2011). Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis. *Paper presented at IMF Conference "Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis"*, Washington DC, 7–8 March, 37-55 [in English].
14. Reichlin, L., & Baldwin, R. (Eds.). (2013). *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*. London: Centre for Economic Policy Research, 2013. 139 p. [in English].
15. International Monetary Fund. (2020). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019. Washington, DC; IMF [in English].
16. National Bank of Ukraine. (2021). *The Key Policy Rate as the Main Monetary Policy Instrument*. Retrieved from: <https://bank.gov.ua/en/monetary/tools#section-2> [in English].

Статтю отримано 26 червня 2021 р.

Article received June 26, 2021