

МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД І ВПРОВАДЖЕННЯ МОНЕТАРНОГО РЕЖИМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

©2023 ШКОЛЬНИК І. О., ОГОРІЛКО Ю. М.

УДК 336.71
JEL Classification: B22; E31; E42

Школьник І. О., Огорілко Ю. М.

Міжнародний досвід і впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування в Україні

Метою статті є дослідження міжнародного досвіду, досвіду впровадження монетарного режиму таргетування інфляції в Україні та формулювання висновків за результатом аналізу такого впровадження. Визначено, що основу практики таргетування інфляції становить уявлення про те, що існують виключно раціональні (інфляційні) очікування суб'єктів економічної діяльності, які піддаються точному прорахунку і впливу. Однак наведені аргументи (існування ділових циклів, критика з позиції представників поведінкової економіки, асиметрична інформація на фінансових ринках) дають підстави стверджувати, що монетарна політика може лише з певною долею вірогідності пророкувати очікування економічних агентів. Це пояснює відсутність точного співвіднесення між зміною процентної ставки центрального банку та її впливом на рівень інфляції. На підставі досвіду зарубіжних країн встановлено, що на першочергових етапах впровадження досліджуваного монетарного режиму у проаналізованих прикладах спостерігається тенденція до зниження рівня інфляції за рахунок підвищення вимог до незалежності центральних банків, їх транспарентності та прозорості проводжуваної монетарної політики. Досліджені приклади впровадження монетарного режиму таргетування інфляції показують, що співзалежність регулюючого впливу центральних банків та інфляційних процесів обумовлена численними чинниками (сформованість інституційної структури, тривалість боротьби з інфляційними процесами тощо). Однак кризові ситуації проявляють особливість досліджуваного монетарного режиму – центральні банки прямо не здійснюють управління інфляційними процесами, а підлаштовуються під них і приборкують інфляцію за допомогою «м'якого» налаштування (про що свідчить постійна зміна прогностичної аналітики щодо інфляції майбутніх періодів). Практика впровадження інфляційного таргетування в Україні розпочалась у 2015 році і прослідковувалась тенденція до приборкування інфляційних процесів (що, у принципі, характерно для першочергових етапів впровадження цього монетарного режиму в інших країнах). Однак повномасштабне вторгнення Російської Федерації на територію України у лютому 2022 року унеможливило продовження практики реалізації зазначеного монетарного режиму (через відмову від плаваючого валютного курсу, обмежень щодо валютних операцій, монетарного фінансування бюджету тощо), що вказує на обмежені можливості таргетування інфляції у неординарних (кризових) ситуаціях.

Ключові слова: монетарний режим, інфляційне таргетування, раціональні очікування, облікова ставка, рівень інфляції.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2023-3-227-236>

Рис.: 5. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 33.

Школьник Інна Олександрівна – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансових технологій і підприємництва, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: y.shkolnyk@rectorat.sumdu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5359-0521>

Researcher ID: I-7368-2018

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorId=57199329300>

Огорілко Юрій Миколайович – аспірант кафедри фінансових технологій і підприємництва, Сумський державний університет (вул. Римського-Корсакова, 2, Суми, 40007, Україна)

E-mail: Ogorilko@meta.ua

UDC 336.71
JEL Classification: B22; E31; E42

Shkolnyk I. O., Ogorilko Y. M. International Experience and Implementation of the Monetary Regime of Inflation Targeting in Ukraine

The aim of the article is to study the international experience, the experience of implementing the monetary regime of inflation targeting in Ukraine and formulate conclusions based on the results of the analysis of such implementation. It is determined that the basis of the practice of inflation targeting constitutes the idea that there are exclusively rational (inflationary) expectations of economic entities, which are subject to accurate calculation and influence. However, the presented arguments (the existence of business cycles, criticism from the position of adherers of behavioral economics, asymmetric information in financial markets) give grounds to assert that monetary policy can only preestimate the expectations of economic agents with a certain degree of probability. This explains the lack of an accurate correlation between the change in the central bank's interest rate and its impact on the inflation rate. Based on the experience of foreign countries, it has been determined that at the first-priority stages of implementation of the studied monetary regime in the analyzed examples, there is a tendency to reduce the level of inflation due to increased requirements for the independence of central banks, their transparency and transparency of the monetary policy. The studied examples of the introduction of the monetary regime of inflation targeting show that the co-dependence of the regulatory influence of central banks and inflationary processes is caused by numerous factors (the formation of the institutional structure, the duration of the fight against inflationary processes, etc.). Further on, crisis situations reveal the peculiarity of the studied monetary regime: central banks do not directly manage inflationary processes, but adapt to them and curb inflation by means of a «soft» adjustment (as evidenced by the constant change in forecast analytics on inflation in future periods). The practice of

introducing inflation targeting in Ukraine began in 2015 and there was a tendency to curb inflationary processes (which, in principle, is typical for the first-priority stages of the implementation of this monetary regime in other countries). However, the full-scale invasion of Ukraine by the Russian Federation in February 2022 made it impossible to continue the practice of implementing this monetary regime (due to the abandonment of the floating exchange rate, restrictions on foreign exchange transactions, monetary financing of the budget, etc.), which indicates limited opportunities for inflation targeting in extraordinary (crisis) situations.

Keywords: monetary regime, inflation targeting, rational expectations, account rate, inflation rate.

Fig.: 5. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 33.

Shkolnyk Inna O. – Doctor of Sciences (Economics), Professor, Professor of the Department of Financial Technologies and Entrepreneurship, Sumy State University (2 Rymskoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: y.shkolnyk@rectorat.sumdu.edu.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5359-0521>

Researcher ID: I-7368-2018

Scopus Author ID: <https://www.scopus.com/authid/detail.uri?authorid=57199329300>

Ohorilko Yurii M. – Postgraduate Student of the Department of Financial Technologies and Entrepreneurship, Sumy State University (2 Rymskoho-Korsakova Str., Sumy, 40007, Ukraine)

E-mail: Ogorilko@meta.ua

Вступ. Досвід впровадження монетарного режиму таргетування інфляції у різних країнах наразі налічує більше 30 років. За цей час проявились певні закономірності, що дозволяють зробити попередні висновки про доцільність впровадження зазначеного монетарного режиму.

З цією метою нами цілеспрямовано проаналізовано приклади країн, які впровадили режим таргетування інфляції, що різняться за рівнем економічного розвитку, історично сформованими інституційними механізмами та середовищем функціонування монетарних інституцій, практикою боротьби з інфляційними процесами до моменту впровадження досліджуваного монетарного режиму тощо.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми таргетування інфляції присвячено значний масив наукових статей і публікацій, серед яких можна виділити дослідження функціонерів центральних банків, таких як: Д. Гуллен, М. Кінг та ін. Крім того, існує достатня кількість наукових публікацій, присвячених досліджуваному питанню на рівні Національного банку України.

Значний масив досліджень присвячено раціональним очікуванням, що становлять серцевину монетарного режиму таргетування інфляції. У цьому аспекті можна виділити праці Р. Лукаса, Р. Талера, С. Фішера, Ф. Мішкіна, Ю. Фама та ін.

Однак науковим доробком з досліджуваного питання притаманне прийняття базових особливостей теоретичної моделі інфляційного таргетування без прив'язки до того, що модель характеризується спрощеннями (як і будь-яка модель) задля формування цілісного уявлення про бажану монетарну політику. До таких спрощень, зокрема, належить припущення про те, що економічні суб'єкти діють завжди раціонально і їх інфляційні очікування можна точно прорахувати у межах проводжуваної монетарної політики. Саме тому не завжди досягається кореляція між відсотковою ставкою, що є основним інструментом монетарного регулювання, та бажаним рівнем інфляції. Однак відсутність такої кореляції пояснюється багатьма чинниками (несформованою інституційною базою, незначним досвідом боротьби з інфляцією тощо), однак ніколи – вродженим недоліком монетарного режиму.

Метою статті є дослідження міжнародного досвіду, досвіду впровадження монетарного режиму таргетування інфляції в Україні та формулювання висновків за результатом аналізу такого впровадження.

Результати. Підгрунття інфляційного таргетування. У наукових публікаціях зазначають, що однією з засад, на яких ґрунтується практика інфляційного таргетування, є орієнтування на раціональні очікування економічних суб'єктів, які відіграють вирішальну роль у інфляційних процесах. Іншим чинником, на який має звертати увагу центральний банк при проведенні монетарної політики, – зменшення ролі дискреційних рішень, які посилюють асиметричність інформації на фінансових ринках і призводять до невизначеності економічних суб'єктів [20].

Р. Лукас визначав, що в ідеальній рівноважній моделі економіки інформація про поточний стан реального сектора і грошових коливань передається ринковим агентам лише через ціни. Але ціни передають цю інформацію недосконало, змушуючи агентів хеджуватись від можливих коливань. Зазначене призводить до ненейтральності грошей (nonneutrality of money), однак класичні дослідження щодо нейтральності грошей у довгостроковій перспективі залишаються у силі [17].

Як вказує Ф. Мішкін, згідно з теорією раціональних очікувань відсоткові ставки на ринку повинні відображати усю доступну інформацію. Своєю чергою, непередбачувана зміна короткострокових ставок відбувається лише тоді, коли на ринок потрапляє непередбачувана інформація [18].

Крайнім виразом теорії раціональних очікувань є теорія ефективних ринків. Одним із найяскравіших представників цієї теорії є Юджин Фама, який ще у 1970 році зазначав, що загалом ідеальним є ринок, на якому ціни дають точні сигнали для розподілу ресурсів. Це ринок, на якому фірми можуть приймати виробничо-інвестиційні рішення, а інвестори обирають серед цінних паперів (що є виразом частки власності на фірми), за умови що ціни на цінні папери у будь-який час повністю відображають усю доступну інформацію. Такий ринок називається ефективним [8]. У подальших працях автор, зокрема, зазначав, що сприймає гіпотезу ефективності ринку як просте твердження

про те, що ціни на цінні папери повністю відображають усю доступну інформацію [9].

Однак існує масив критики теорії раціональних очікувань та ефективного ринку, аргументи якої можна звести до таких.

1. *Реалізація зазначених теорій має вирішувати проблему ділових циклів, чого насправді не відбувається.* Найпростіші макроекономічні моделі, у яких ринки очищаються миттєво, а очікування є раціональними, виключають існування «ділових циклів», тобто послідовно корельованих відхилень випуску від тенденції [4]. Дослідники також вказують на те, що, враховуючи припущення про раціональну поведінку та раціональні очікування, ціна активу має просто відображати основи ринку, тобто залежати лише від інформації про поточні і майбутні прибутки від цього активу. Однак відхилення від вказаної моделі доводить ірраціональність економічних суб'єктів [3].
2. *Вказані теорії є, перш за все, теоретичними моделями, а тому включають припущення про ідеально функціонуючий ринок та економічних суб'єктів, що мало співвідноситься з реальністю (критика з позиції представників поведінкової економіки).*

Представники поведінкового напрямку в економіці, протиставляючи свої погляди раціональній версії поведінки економічних суб'єктів, вказують на необхідність зрозуміти споживчу поведінку домашніх господарств. Одразу акцентуючи на різниці у поведінкових реакціях еконів та гуманів (Р. Талер), постулюється, що останні не мають мозку Ейнштейна чи аскетичного буддійського ченця. Їм радше притаманні пристрасті, несправні телескопи, доволі різне ставлення до різних банок зі своїм багатством, потрапляння під вплив короткострокових доходів на фондовому ринку [33]. Таким чином, автор акцентує увагу на ірраціональній поведінці суб'єктів і вказує, що випадки такої поведінки є часто повторюваними у межах раціональної парадигми, що зумовлює перегляд самої парадигми. Крім того, приймаючи раціональність економічних агентів як даність, на переконання автора відпадає потреба у превентивних заходах. Але, як відомо, фінансові бульбашки можливі і розробникам державної політики є сенс певною мірою дути проти вітру [33].

Своєю чергою, Д. Канеман ілюструє, що систематичні помилки та випадки, коли люди відходять від раціонального і чіткого мислення, є результатом не стільки руйнівного впливу емоцій на мислення, а вони закорінені насамперед у самому механізмі мислення [30].

3. *Раціональні економічні суб'єкти та ідеально функціонуючий ринок вирішують питання асиметричності інформації на такому ринку.* Однак спостерігається, скоріш, зворотна тенденція у зв'язку з ускладненням та нашаруванням економічних процесів. Транзакції, що відбуваються на фінансових ринках, є предметом асиметричної інформації, у якій одна сторона часто не знає усього, що їй потрібно знати про іншу сторону для прийняття правильних рішень. Асиметрична

інформація створює проблеми у фінансовій системі двома основними способами: до проведення транзакції (несприятливий відбір) та після її проведення (моральний ризик) [19].

У подальшому нами буде проаналізовано досвід впровадження досліджуваного монетарного режиму на прикладах Англії, Чехії, Бразилії, Туреччини, що мали власні передумови й особливості.

Англія. Згідно зі ст. 11 Акта про Банк Англії 1998 року метою монетарної політики центрального банку є: а) забезпечення підтримки ціннової стабільності; б) відповідно до попередньої мети – підтримка економічної політики уряду, включаючи його цілі щодо зростання і зайнятості.

Монетарний режим інфляційного таргетування впроваджено у Великій Британії у жовтні 1992 року. Як було визначено у першому Інфляційному звіті Банку Англії (лютий 1993 року), після впровадження режиму інфляційного таргетування, оголошена ціль діапазону інфляції у річному вимірі становила 1–4 %. При цьому лаги між змінами у монетарній політиці та змінами показників інфляції не визначені однозначно і змінюються залежно від економічних умов. Тому монетарна політика Банку Англії визначалася виходячи не з поточного рівня інфляції, а згідно з інфляційними тенденціями протягом наступних декількох років [11]. Наразі цільовий показник річного рівня інфляції становить 2 % протягом усього часу.

За твердженням М. Кінга, колишнього керівника Банку Англії, суть впроваджуваного підходу полягала у поєднанні числового цільового показника інфляції у середньостроковій перспективі та гнучкості для реагування на потрясіння у економіці в короткостроковій перспективі. При реалізації нових рамок монетарної політики у Великій Британії була поширеною думка про те, що таргетування інфляції не в змозі впоратись з інфляцією. Однак досвід показав ефективність інфляційного таргетування. За попередні двадцять років до впровадження зазначеного режиму інфляція була найбільшою проблемою, з якою стикалась економіка Великої Британії, досягнувши піку в 27 % на рік у 1975 році. У наступні двадцять років інфляція становила у середньому лише 2,1 % на рік [13]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Англії з 1989 року (рис. 1). Для прикладу послідовності прийняття рішень з приводу збільшення відсоткової ставки у відповідь на зростання рівня інфляції можна навести результати засідання Комітету з монетарної політики Банку Англії від 01 лютого 2023 року. За рішенням Комітету відсоткова ставка була збільшена з 3,5 % до 4 %. В інформаційній довідці за результатом засідання було зазначено, що підвищення відсоткової ставки зумовлене високою глобальною інфляцією споживчих цін і сильним внутрішнім інфляційним тиском у Великій Британії.

При цьому спрогнозовано збільшення відсоткової ставки до 4,5 % у середині 2023 року та її зменшення до 3,25 % впродовж наступних трьох років, що разом з прогнозом зменшення інфляційного тиску дозволить знизити рівень інфляції нижче цільового рівня (2 %) у середньостроковій перспективі [24].

У подальшому відсоткова ставка декілька разів переглядалась [25] і наразі її рівень становить 5,25 %.

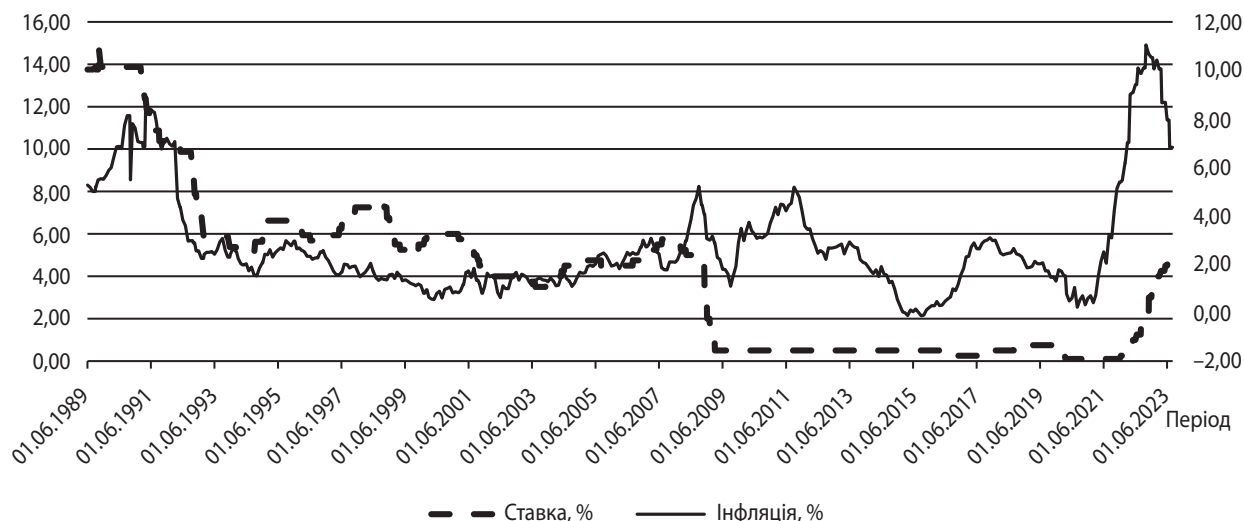


Рис. 1. Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Англії після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено за даними з сайту ЦБ Англії

Чехія. Статтею 2 Акта № 6/1993 про Чеський Національний Банк визначено, що його основною метою є підтримка цінової стабільності. Крім того, центральний банк забезпечує фінансову стабільність та безпечно і надійне функціонування фінансової системи Чеської Республіки. Без шкоди для основної мети Чеський Національний Банк підтримує загальну економічну політику уряду та загальну економічну політику в Європейському Союзі.

Після отримання незалежності Чеською Республікою у 1993 році, проводжувався монетарна та фіскальна політика забезпечила зниження рівня інфляції до 10 % та високий рівень зайнятості. Роки з 1993 по 1997 вважаються періодом стабільності економіки Чеської Республіки. У 1997 році, спонуканий валютною кризою у Азії та деяких європейських країнах і рецесією, уряд прийняв пакет заходів жорсткої економії [15]. У якості реакції на зазначені потрясіння у країні було також скасовано фіксований обмінний курс чеської крони та запроваджено режим таргетування інфляції [14]. До кінця 2000 року було визначено таргет на рівні 4,5 %, у березні 2004 року було оголошено цільовий рівень інфляції на рівні 3 % (набрав чинності у 2006 році), а з січня 2010 – 2 % (+/- 1 п.п.), який діє і на сьогодні.

Як зазначають у науковій літературі, досвід Чехії у впровадженні інфляційного таргетування є унікальним, оскільки Чехія була першою країною з перехідною економікою, що запровадила зазначений монетарний режим. До отримання початкових результатів від впровадження режиму інфляційного таргетування було незрозуміло, чи зможе центральний банк країни з перехідною економікою сформувавши довіру до своєї діяльності замість покладання на імпортовану довіру через прив'язку до обмінного курсу. Крім того, протягом перших десяти років режиму інфляційного таргетування інфляція у Чеській Республіці залишалась на нижчому рівні, ніж її цільовий показник [28]. Інші зазначають, що відхилення інфляції від її цільового показника були високими на початковому етапі таргетування інфляції, однак у наступні роки показники Чеського

Національного Банку щодо таргетування інфляції наблизились до відносно успішних [1]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Чехії з 1997 року (рис. 2). Для прикладу, встановлення ставки 5,75 % у травні 2022 року було реакцією на довгостроковий інфляційний тиск, який посилювався через початок війни в Україні. За прогнозом центрального банку інфляція мала зрости до 15 % у наступному місяці та залишитись двозначною до кінця 2022 року. Це було відображенням подальшого зростання цін на газ та електроенергію для домогосподарств. За прогнозом, інфляція мала знизитись нижче 10 % на початку 2023 року завдяки послабленню цінового тиску, а досягнення цільового показника у 2 % прогнозувалось у другий половині 2023 року [22].

Однак влітку 2022 року, на тлі значного зростання невизначеності та посилення інфляційного тиску, Чеський Національний Банк почав розглядати горизонт монетарної політики на два квартали далі, ніж раніше. Прогноз зростання інфляції змінився – її показник мав збільшитись до 20 % протягом наступних місяців 2022 року і повернення до цільового показника (2 %) планувалось протягом 2024 року [23].

Бразилія. Порівняно з іншими латиноамериканськими країнами для Бразилії характерний тривалий період високої інфляції. При цьому у країні гіперінфляція була більш тривалою, ніж деінде. Причинами цього були погана інституційна база, у межах якої інші державні установи (окрім монетарного органу), мали непрямий контроль за емісією грошей та пасивна грошово-кредитна політика [5].

Ретроспективно гіперінфляція у Бразилії досягла піку у 1964 році, потім знижувалась до першого нафтового шоку (1973 рік), але знову прискорилась після нього, досягнувши показників вище 100 % у період між 1980 та 1994 роками. Останній період збігся з серйозними проблемами платіжного балансу та економічною стагнацією, що послідувала за кризою зовнішнього боргу на початку 1980-х років [2]. Піковими роками підвищеної інфляції у цей час були 1983–1986 роки; 1987 рік та 1990 рік [6].

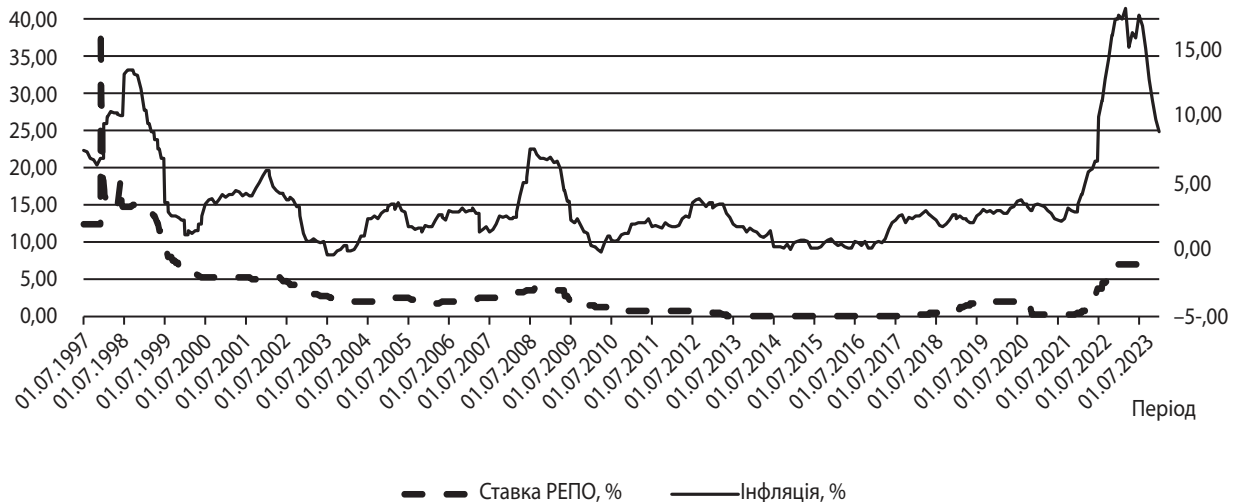


Рис. 2. Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Чехії після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено за даними з сайту ЦБ Чехії

З метою зниження інфляції у 1994 році було впроваджено стабілізаційний план – Реальний план (Real Plan). Він, у тому числі, передбачав створення нової розрахункової одиниці URV (Unidade Real de Valor), яка мала паралельно функціонувати до крузейро реала. URV працював як тінюва валюта, паритет якої до крузейро реала постійно коригувався (оскільки URV був 1:1 з доларом США). Ціни вказувалися як в URV, так і у крузейро реалах, але платежі мали здійснюватися виключно у крузейро реалах. Це було тимчасовим заходом перед введенням нової валюти – бразильського реалу. Після впровадження зазначеної конвертації валют інфляція значно впала і період гіперінфляції в Бразилії завершився [2].

У червні 1999 року Бразилія офіційно запровадила систему таргетування інфляції. Це було реакцією на Азійську кризу та дефолт у Росії, які вплинули на Бразилію через втрату міжнародних резервів і підвищення рівня інфляції [16]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Бразилії з 1996 року (рис. 3).

Наразі інфляційний таргет становить 3,25 % (+/- 1,5 пункти). Згідно з останнім кварталним звітом центрального банку Бразилії від 29 червня 2023 року, незважаючи на нещодавнє зниження загального рівня споживчої інфляції, очікується підвищення її рівня у другий половині 2023 року. Різні показники базової інфляції залишаються вищими за допустимий діапазон. Однак інфляційні очікування на 2023 та 2024 роки знизилися і становлять близько 5,1 % і 4,0 % відповідно [27].

Туреччина. Статтею 4 Закону про центральний банк Туреччини № 1211 від 14 січня 1970 року (у редакції змін 2001 року) визначено, що основним завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності. Центральний банк на власний розсуд визначає монетарну політику та інструменти, які він збирається використовувати для забезпечення цінової стабільності. Центральний банк має, якщо це не суперечить завданню забезпечення цінової стабільності, підтримувати політику уряду щодо економічного зростання і зайнятості.

Режим інфляційного таргетування у Туреччині було прийнято за основу після провалу ортодоксальної монетарної політики та тривалих періодів високої інфляції [10]. У 2001 році центральний банк Туреччини оголосив, що 2002 року буде прийнято стратегію таргетування інфляції. З цією метою до Закону про центральний банк Туреччини у 2001 році було внесено зміни та створено Комітет з монетарної політики, який інституціоналізував процес прийняття рішень щодо монетарної політики.

Однак поширеною є думка, що у країнах, які розвиваються, для запровадження режиму інфляційного таргетування прийнятний рівень інфляції повинен становити близько 15 %. У Туреччині у цей період рівень інфляції становив: 29,7 % у 2002 році, 18,4 % – у 2003 році, 9,3 % – у 2004 році та 7,7 % – у 2005 році [7].

Саме тому центральний банк Туреччини почав притримуватись стратегії неявного інфляційного таргетування у 2002–2005 роках. 2 січня 2002 року було оголошено, що період неявного таргетування інфляції буде існувати до досягнення цільових показників інфляції, необхідних для впровадження зазначеного монетарного режиму. За цей період було проведено грошову реформу, посилено незалежність центрального банку та стабілізовано інфляційні очікування у країні, що дозволило знизити рівень інфляції та офіційно впровадити монетарний режим інфляційного таргетування у 2006 році [12]. Нижче наведена інформація про динаміку відсоткової ставки та рівень інфляції у Туреччині з 2002 року.

Згідно з прогнозом щодо монетарної політики на 2023 рік [21] збережено середньостроковий цільовий показник інфляції на рівні 5 %. Грошово-кредитна політика має будуватись таким чином, щоб поступово довести рівень інфляції до вказаного цільового показника. Оголошені у інфляційних звітах цілі слугуватимуть проміжними цільовими показниками для формування інфляційних очікувань економічних суб'єктів.

Враховуючи, що за перші пів року 2023 року рівень інфляції знизився майже на 20 % (з 57,68 % до 38,21 %), про-

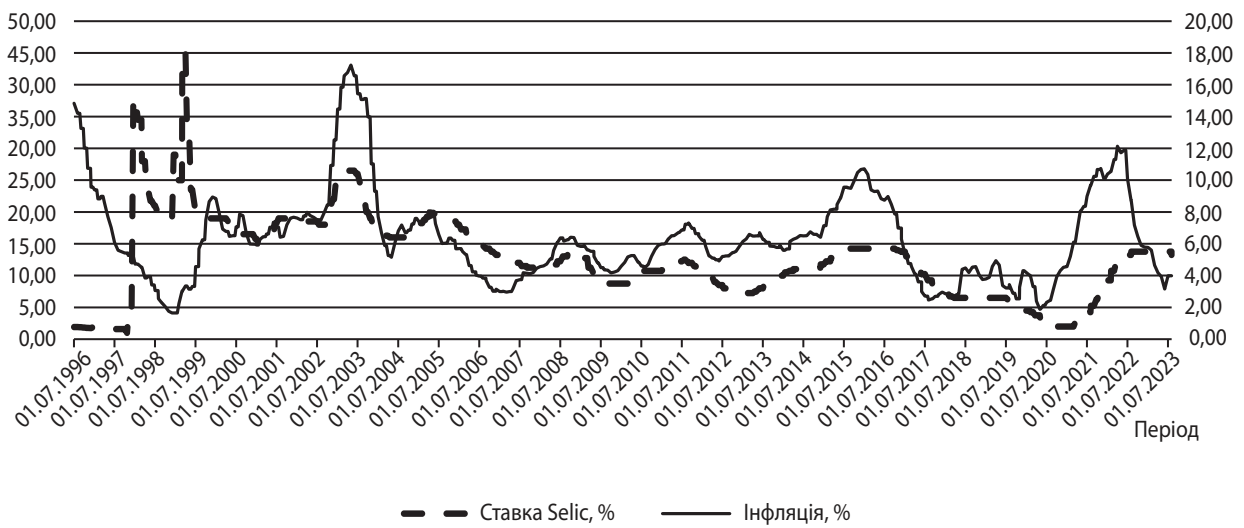


Рис. 3. Динаміка рівня інфляції та основної ставки ЦБ Бразилії після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено за даними з сайту ЦБ Бразилії

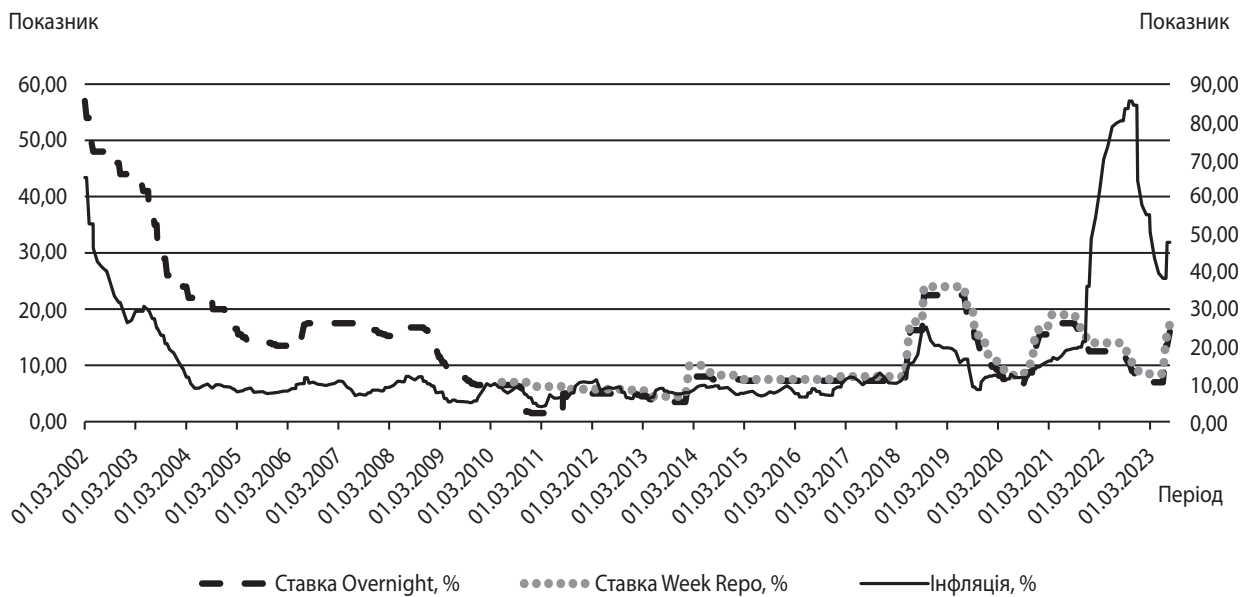


Рис. 4. Динаміка рівня інфляції та основних ставок ЦБ Туреччини після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено за даними з сайту ЦБ Туреччини

слідкується яскраво виражена тенденція до зниження, однак показники інфляції є далекими від таргету і цільовий показник у цьому випадку може розглядатись виключно для формування раціональних очікувань економічних суб'єктів. Крім того, у липні 2023 року показники інфляції знову зросли до 47,83 %.

Інфляційне таргетування в Україні. Вперше інфляція у якості пріоритетного цільового орієнтира грошово-кредитної політики (пряме таргетування інфляції) була означена в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік (однак уточнено, що Національний банк України створюватиме передумови для переходу у перспективі до вказаного монетарного режиму).

У літературі таке споглядання у бік інфляційного таргетування НБУ пояснюють помітними коливаннями рівня інфляції протягом коротких періодів часу, що, своєю чергою, зберігало високі інфляційні очікування (що проявлялись через високі відсоткові ставки за депозитами і кредитами у гривні; доларизації заощаджень; нестабільності умов здійснення підприємницької діяльності) [32].

Лише у 2015 році Основними засадами грошово-кредитної політики було задекларовано перехід у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) до режиму інфляційного таргетування з цільовим показником зменшення темпів інфляції до 5 % (з допустимим відхиленням +/- 1 процентний пункт). Зазначений перехід було обумов-

лено тим, що у 2014, на початку 2015 років економіка України характеризувалась такими негативними процесами.

Макроекономіка увійшла у стан стагфляційної макроекономічної динаміки (поєднання процесів зниження виробництва ВВП з одночасним значним зростанням цін. Так, рівень споживчої інфляції у 2014 році склав 24,9 %, що значно перевищив визначений орієнтир минулого року (19 %). Темпи базової інфляції протягом року прискорились з 0,1 % до 22,8 %. На початку 2015 року річні темпи інфляції прискорились до 45,8 %, а базова інфляція – до 44,6 %.

Відмова від якоря-прив'язки у вигляді практики утримання валютного курсу у фіксованих межах та відсутність системних дій НБУ щодо переходу до іншого якоря цінової стабілізації (у 2014 році обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку знизився на 93,5 % – до 15,77 грн/дол. США).

Відсутність системних заходів НБУ при здійсненні монетарної та комунікаційної політики сформувало девальваційні очікування економічних суб'єктів і спричинило зниження довіри до банківської системи у вигляді скорочення обсягу депозитів (у 2014 році вклади у національній валюті скоротились на 13,4 % (56,5 млрд грн); за три перші місяці 2015 року вклади у гривні скоротились ще на 5,7 % (20,7 млрд грн).

Тридцять три банківські установи визнано неплатоспроможними у цей період.

Відсутність реакції на основний інструмент центрального банку – зміну облікової ставки. У 2014 році облікова ставка поступово збільшилась з 6,5 % до 14,0 %, а на початку 2015 року до 19,5 % (лютий) та 30,0 % (березень). Однак ставки за кредитами і депозитами банківських установ практично не реагували на зазначену зміну, більше реагуючи на динаміку валютного курсу тіншового ринку.

Визначений цільовий показник річного приросту індексу споживчих цін мав досягатись поступово: грудень 2016 року – 12 % +/- 3 п.п.; грудень 2017 року – 8 % +/- 2 п.п.; грудень 2018 року – 6 % +/- 2 п.п.; грудень 2019 року – 5 % +/- 1 п.п.; грудень 2020 року і надалі – 5 % з допустимим діапазоном відхилення +/- 1 п.п. Зазначена середньострокова ціль є неперервною, тобто центральний банк здійснює заходи для її досягнення постійно, а не лише на кінець року.

Однією з важливих передумов для запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування стала спроможність Національного банку України передбачати інфляційний розвиток (оскільки інфляція у межах вказаного режиму є проміжною ціллю) і визначення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики [26].

Основним інструментом НБУ задля досягнення зазначених цілей інфляції визначено зміну процентної ставки (що синхронізована з обліковою ставкою).

Як вірно підмічено у науковій літературі, юридично облікова ставка визначається НБУ з 1992 року, однак грошово-кредитне регулювання здійснювалось монетарною інституцією за ставками, що мало залежали від облікової ставки і її встановлення було більше формальним, ніж реальним заходом («сигнальна роль») [29].

З 2004 року процентна політика Національного банку визначалась згідно з відповідним Положенням про процентну політику НБУ та передбачала, що облікова ставка є лише одним з монетарних інструментів, за допомогою

якого встановлюється орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період та яка залежить від економічних процесів в країні.

Своєю чергою, згідно з Положенням про процентну політику Національного банку України 2016 року відбулась методологічна зміна змісту облікової ставки – відтепер до неї має прив'язуватись процентна політика центрального банку та короткострокові гривневі міжбанківські ставки. Нижче наведена інформація про динаміку облікової ставки та рівень інфляції в Україні з 2014 року.

Однак з 24 лютого 2023 року (фактично) монетарний режим таргетування інфляції перестав бути рамками грошово-кредитної політики Національного банку України.

Згідно з постановою Правління НБУ «Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану» вводився ряд обмежень, хоча прямо про відміну режиму інфляційного таргетування не йшлося. Серед таких обмежень визначались, наприклад, такі: обмеження на видачу готівкових коштів, заборона на торгівлю уповноваженими установами валютними цінностями тощо.

Юридична відмова від монетарного режиму таргетування інфляції з плаваючим валютним курсом відбулась з прийняттям Основних засад грошово-кредитної політики від 15 квітня 2022 року. Мотивом для відмови від досліджуваного монетарного режиму визначено зменшення дієвості ринкових інструментів та високу невизначеність у умовах повномасштабних бойових дій. Крім того, дієвість каналів монетарної трансмісії додатково послаблено адміністративними обмеженнями на валютному ринку та обмеженнями щодо руху капіталу.

Згідно з актуальною аналітичною інформацією, що надана директором Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ [31], у період дії воєнного стану (порівняно з мирним часом) існують концептуальні перешкоди для реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування (порівняльну таблицю наведено нижче).

Висновки. За результатом проведеного дослідження практики впровадження монетарного режиму інфляційного таргетування, як у зарубіжних країнах, так і в Україні, можна резюмувати таке.

Основу практики таргетування інфляції становить уявлення про те, що існують виключно раціональні (інфляційні) очікування суб'єктів економічної діяльності, які піддаються точному прорахунку і впливу. Однак наведені аргументи (існування ділових циклів, критика з позиції представників поведінкової економіки, асиметрична інформація на фінансових ринках) дають підстави стверджувати, що монетарна політика може лише з певною долею вірогідності прораховувати очікування економічних агентів. Це пояснює відсутність точного співвіднесення між зміною процентної ставки центрального банку та її впливом на рівень інфляції.

На першочергових етапах впровадження досліджуваного монетарного режиму у проаналізованих прикладах спостерігається тенденція до зниження рівня інфляції за рахунок підвищення вимог до незалежності центральних банків, їх транспарентності та прозорості проводжуваної монетарної політики.

Досліджені приклади впровадження монетарного режиму таргетування інфляції показують, що співзалеж-

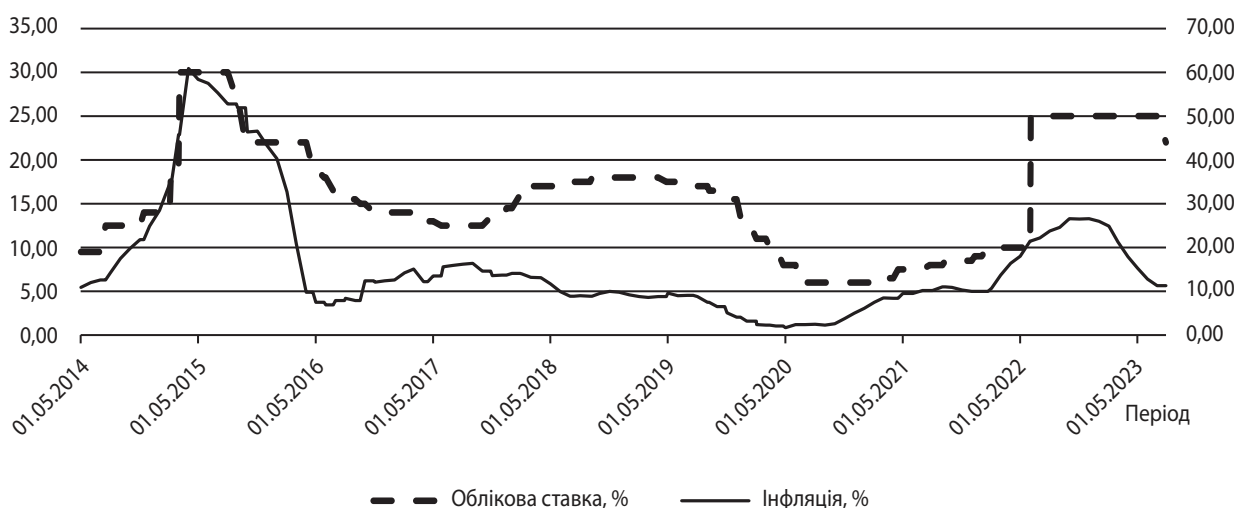


Рис. 5. Динаміка рівня інфляції та основної ставки НБУ після введення інфляційного таргетування

Джерело: складено за даними НБУ

Таблиця 1

Концептуальні перешкоди для реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування

У мирний час	У період дії воєнного стану
Ключова (облікова) ставка – основний інструмент монетарної політики	Відтермінування рішень по обліковій ставці (лютий-травень). Із червня облікова ставка – допоміжний інструмент монетарної політики
Перспективний характер прийняття рішень з монетарної політики	Реакція на середовище, що стрімко змінюється
Операційний дизайн монетарної політики для дієвості облікової ставки	Операційний дизайн market-maker'a останньої інстанції: забезпечення належного рівня ліквідності та гнучкості банків в управлінні нею
Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу	Фіксований обмінний курс – номінальний якір для очікувань та антиінфляційний інструмент
Згладжування коливань обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій	Валютні інтервенції як основна монетарна операція
Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу	Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу
Заборона на монетарне фінансування бюджету	Монетарне фінансування бюджету

Джерело: систематизовано авторами

ність регулюючого впливу центральних банків та інфляційних процесів обумовлена численними чинниками (сформованість інституційної структури, тривалість боротьби з інфляційними процесами тощо). Однак кризові ситуації проявляють особливість досліджуваного монетарного режиму – центральні банки прямо не здійснюють управління інфляційними процесами, а підлаштовуються під них та приборкують інфляцію за допомогою «м'якого» налаштування (про що свідчить постійна зміна прогнозної аналітики щодо інфляції майбутніх періодів).

Практика впровадження інфляційного таргетування в Україні розпочалась у 2015 році і прослідковувалась тенденція до приборкування інфляційних процесів (що, у принципі, характерно для першочергових етапів впровадження цього монетарного режиму у інших країнах).

Однак повномасштабне вторгнення Російської Федерації на територію України у лютому 2022 року унеможливило продовження практики реалізації зазначеного монетарного режиму (через відмову від плаваючого валютного курсу, обмежень щодо валютних операцій, монетарного фінансування бюджету тощо), що вказує на обмежені можливості таргетування інфляції у неординарних (кризових) ситуаціях.

ЛІТЕРАТУРА

1. Antal J., Hlvacek M., Holub T. Inflation Target Fulfillment in the Czech Republic in 1998–2007: Some Stylized Facts. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2008. No. 58. P. 406–424.

2. Ayres J., Garcia M., Guillen A.D., Kehoe P.J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960–2016. *NBER Working Paper Series*. 2019. No. 25421. P. 1–62.
3. Blanchard O. J., Watson M. W. Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets. *NBER Working Paper Series*. 1982. No. 945. P. 1–30.
4. Blinder A. S., Fischer S. Inventories, Rational Expectations, and the Business Cycle. *NBER Working Paper Series*. 1979. No. 381. P. 1–44.
5. Cardoso E. From Inertia to Megainflation: Brazil in the 1980s. *NBER Working Paper Series*. 1991. No. 3585. P. 1–58.
6. Cardoso E., Paes de Barros R., Urani A. Inflation and Unemployment as Determinants of Inequality in Brazil: The 1980s // Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East. University of Chicago Press. January 1995. P. 151–176.
7. Eroglu I., Çinar M., Eroglu N. An evaluation of the effectiveness of an inflation targeting strategy in Turkey. *Economic Research*. 2017. Vol. 30. No. 1. P. 1536–1552.
8. Fama E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. No. 2. P. 383–417.
9. Fama E. F. Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. 1991. Vol. XLVI. No. 5. P. 1575–1617.
10. Genc I.H., Balclar M. Effectiveness of Inflation Targeting in Turkey. *Emerging Markets Finance & Trade*. 2012, Vol. 48, Supplement 5. P. 35–47.
11. Inflation Report of Bank of England. February 1993 // Bank of England Quarterly Bulletin. 1993. 45 p.
12. Kayıkçı F., Kaplan S. Inflation Targeting in Turkey. *Theoretical Economics Letters*. 2019. No. 9. P. 2217–2228.
13. King M. Twenty years of inflation targeting // The Stamp Memorial Lecture, London School of Economics. 09 October 2012. Bank of England. P. 1–23.
14. Kotlan V., Navratil D. Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2003. No. 53. P. 220–242.
15. Kurihara Y. Inflation Targeting and the Role of the Exchange Rate: The Case of the Czech Republic. *International Business Research*. 2012. Vol. 5. No. 3. P. 33–39.
16. Lima E. C. R., Maka A., Mendoca M. Monetary Policy Regimes in Brazil // Discussion paper / Institute for Applied Economic Research. Brasilia : Rio de Janeiro: Ipea, May 2007. P. 7–22.
17. Lucas R. E. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*. 1972. No. 4. P. 103–124.
18. Mishkin F. S. Monetary Policy and Short-Term Interest Rates: An Efficient Markets – Rational Expectations Approach. *NBER Working Paper Series*. 1981. No. 693. P. 1–44.
19. Mishkin F. S. Anatomy of a Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*. 1991. No. 3934. P. 1–28.
20. Mishkin F. S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *NBER Working Paper Series*. 2011. No. 16755. P. 1–63.
21. Monetary Policy and Liraization Strategy for 2023. 30 December 2022. URL: https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac/2023%2BPara%2BPolitikasi%2Bve%2BLiralasma%2BStratejisi_123022_0945_ENG.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac-otbbCvU
22. Monetary Policy Report. Spring 2022 // Czech National Bank. 12 May 2022. 49 p.
23. Monetary Policy Report. Summer 2022 // Czech National Bank. 11 August 2022. 49 p.
24. Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 01 February 2023 // Bank of England. 02 February 2023. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/february-2023>
25. Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 10 May 2023 // Bank of England. 10 May 2023. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/may-2023>
26. Nikolaychuk S., Sholomytskyi Y. Using Macroeconomic Models for Monetary Policy in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2015. Vol. 233. P. 54–64.
DOI: 10.26531/vnbu2015.233.054
27. Quartely Inflation Report. June 29. 2023 // Banco Central do Brasil. URL: <https://www.bcb.gov.br/en/publications/inflationreportpres>
28. Smidkova K., Bulir A., Cihak M. Hits and Misses: Ten Years of Czech Inflation Targeting. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2008. No. 58. P. 398–405.
29. Zholid O., Lepushynskiy V., Nikolaychuk S. The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2019. Vol. 247. P. 19–37.
DOI: 10.26531/vnbu2019.247.02
30. Канеман Д. Мислення швидко і повільно. Київ : Наш Формат, 2023. 480 с.
31. Лепушинський В. Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні // Національний банк України. 02 червня 2023 року. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskiy_pr_01-02.06.2023.pdf?v=4
32. Лепушинський В. Стратегічний документ з монетарної політики в умовах запровадження в Україні інфляційного таргетування. *Вісник Національного банку України*. 2015. № 9. С. 25–39.
33. Талер Р. Поведінкова економіка. Чому люди діють ірраціонально і як отримати з цього вигоду. Київ : Наш Формат, 2022. 464 с.

REFERENCES

- Antal, J., Hlvacek, M., and Holub, T. "Inflation Target Fulfillment in the Czech Republic in 1998–2007: Some Stylized Facts". *Czech Journal of Economics and Finance*, no. 58 (2008): 406–424.
- Ayres, J. et al. "The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960–2016". *NBER Working Paper Series*, no. 25421 (2019): 1–62.
- Blanchard, O. J., and Watson, M. W. "Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets". *NBER Working Paper Series*, no. 945 (1982): 1–30.
- Blinder, A. S., and Fischer, S. "Inventories, Rational Expectations, and the Business Cycle". *NBER Working Paper Series*, no. 381 (1979): 1–44.
- Cardoso, E. "From Inertia to Megainflation: Brazil in the 1980s". *NBER Working Paper Series*, no. 3585 (1991): 1–58.
- Cardoso, E., Paes de Barros, R., and Urani, A. "Inflation and Unemployment as Determinants of Inequality in Brazil: The 1980s". *Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East*. University of Chicago Press., January 1995. 151–176.
- Eroglu, I., Cinar, M., and Eroglu, N. "An evaluation of the effectiveness of an inflation targeting strategy in Turkey". *Economic Research*, vol. 30, no. 1 (2017): 1536–1552.

- Fama, E. F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2 (1970): 383-417.
- Fama, E. F. "Efficient Capital Markets: II". *The Journal of Finance*, vol. XLVI, no. 5 (1991): 1575-1617.
- Genc, I. H., and Balçilar, M. "Effectiveness of Inflation Targeting in Turkey". *Emerging Markets Finance & Trade*, supplement 5, vol. 48 (2012): 35-47.
- "Inflation Report of Bank of England. February 1993". In *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1993.
- Kaneman, D. *Myslennia shvydke i povilne* [Thinking is Fast and Slow]. Kyiv: Nash Format, 2023.
- Kayikci, F., and Kaplan, S. "Inflation Targeting in Turkey". *Theoretical Economics Letters*, no. 9 (2019): 2217-2228.
- King, M. "Twenty years of inflation targeting". In *The Stamp Memorial Lecture*, 1-23. London School of Economics, 09 October 2012. Bank of England.
- Kotlan, V., and Navratil, D. "Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic". *Czech Journal of Economics and Finance*, no. 53 (2003): 220-242.
- Kurihara, Y. "Inflation Targeting and the Role of the Exchange Rate: The Case of the Czech Republic". *International Business Research*, vol. 5, no. 3 (2012): 33-39.
- Lepushynskiy, V. "Rol monetarnoi polityky pid chas viiny ta v pislivoiennomu vidnovlenni" [The Role of Monetary Policy during the War and in Post-war Recovery]. Natsionalnyi bank Ukrainy. June 02, 2023. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Lepushynskiy_pr_01-02.06.2023.pdf?v=4
- Lepushynskiy, V. "Stratehichniy dokument z monetarnoi polityky v umovakh zaprovadzhenia v Ukraini inflatsiinoho tarhetuvannia" [A Strategic Document on Monetary Policy in the Context of the Introduction of Inflation Targeting in Ukraine]. *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy*, no. 9 (2015): 25-39.
- Lima, E. C. R., Maka, A., and Mendoca, M. "Monetary Policy Regimes in Brazil". In *Discussion paper / Institute for Applied Economic Research*, 7-22. Brasilia : Rio de Janeiro: Ipea, May 2007.
- Lucas, R. E. "Expectations and the Neutrality of Money". *Journal of Economic Theory*, no. 4 (1972): 103-124.
- "Monetary Policy and Liraization Strategy for 2023". 30 December 2022. https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac/2023%2BPara%2BPolitikas?%2Bve%2BLiralama%2BStratejisi_123022_0945_ENG.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1c1885ca-b730-452a-86d3-c22b33dc0eac-otbbCvU
- "Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 01 February 2023". Bank of England. February 02, 2023. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/february-2023>
- "Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 10 May 2023". Bank of England. May 10, 2023. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2023/may-2023>
- Mishkin, F. S. "Anatomy of a Financial Crisis". *NBER Working Paper Series*, no. 3934 (1991): 1-28.
- Mishkin, F. S. "Monetary Policy and Short-Term Interest Rates: An Efficient Markets - Rational Expectations Approach". *NBER Working Paper Series*, no. 693 (1981): 1-44.
- Mishkin, F. S. "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis". *NBER Working Paper Series*, no. 16755 (2011): 1-63.
- Monetary Policy Report. Spring 2022*. Czech National Bank, May 12, 2022.
- Monetary Policy Report. Summer 2022*. Czech National Bank, August 11, 2022.
- Nikolaychuk, S., and Sholomytskyi, Y. "Using Macroeconomic Models for Monetary Policy in Ukraine". *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, vol. 233 (2015): 54-64.
- "Quartely Inflation Report. June 29, 2023". Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/en/publications/inflationreport-pres>
- Smidkova, K., Bulir, A., and Cihak, M. "Hits and Misses: Ten Years of Czech Inflation Targeting". *Czech Journal of Economics and Finance*, no. 58 (2008): 398-405.
- Taler, R. *Povedinkova ekonomika. Chomu liudy diiut irratsionalno i yak otrymaty z tsyoho vyhodu* [Behavioral Economics. Why People Act Irrationally and How to Benefit from It]. Kyiv: Nash Format, 2022.
- Zholud, O., Lepushynskiy, V., and Nikolaychuk, S. "The Effectiveness of the Monetary Transmission Mechanism in Ukraine since the Transition to Inflation Targeting". *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, vol. 247 (2019): 19-37.
- DOI: 10.26531/vnbu2019.247.02

Стаття надійшла до редакції 04.08.2023 р.