



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Чорноморський національний університет
імені Петра Могили

Кафедра фінансів і кредиту

Войхевич Ілона Сергіївна
(прізвище, ім'я, по батькові)

Інфляційне таргетування НБУ та напрями його вдосконалення в Україні
(тема кваліфікаційної роботи магістра)

Кваліфікаційна робота магістра на здобуття
ступеня вищої освіти магістр
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»
за освітньо-професійною програмою «Фінанси і кредит з поглибленим
вивченням іноземної мови»

Керівник кваліфікаційної роботи магістра:
канд. екон. наук, доц. Васильєв А.А.
(науковий ступінь, вчене звання, прізвище та ініціали)

Рецензент:
канд. екон. наук, доц. Дранус Л.С.
(науковий ступінь, вчене звання, прізвище та ініціали)

Миколаїв 2023

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ	7
1.1. Сутність інфляції та її вплив на економіку країни	7
1.2. Поняття антиінфляційної політики та інфляційного таргетування та особливості їх проведення	14
2. МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ВПЛИВУ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПОКАЗНИКИ	25
3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ПРОВЕДЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ НБУ	37
3.1. Динаміка показників інфляції в Україні	37
3.2. Інструменти проведення інфляційного таргетування НБУ.....	45
3.3. Кореляційно-регресійна модель впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні.....	52
4. ІНТЕРПРЕТАЦІЯ ТА ОБГОВОРЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ПРОВЕДЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ НБУ.....	56
4.1. Іноземний досвід інфляційного таргетування центральних банків	56
4.2. Напрямки удосконалення антиінфляційної політики НБУ.....	60
ВИСНОВКИ	73
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	77
ДОДАТКИ	83

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Таргетування останнім часом стало займати важливе місце у грошово-кредитній політиці. В умовах економічної ситуації, що швидко змінюється, необхідний вибір режимів таргетування і процес їх трансформації є дуже важливим. При виборі режиму таргетування необхідно орієнтуватися на особливості економіки України, а також орієнтуватися на результати проведення грошово-кредитної політики в різні періоди часу. Незважаючи на те, що на практиці трансформація режимів таргетування відбувається постійно у всіх країнах світу, у різних її проявах, багато аспектів даного процесу досі не розкрито у вітчизняних та зарубіжних працях економістів.

Значну роль відіграє також обмінний курс в країнах, що розвиваються, притримуються фінансування політики інфляційного таргетування, це визначається важливістю валютного курсу як трансмісійного каналу грошово-кредитної політики, в тому числі, через нижчий рівень довіри економічних агентів цих країн до грошової політики. Для країн, що розвиваються, характерна більш висока інфляція, значна волатильність валютного курсу і доларизація економіки, що змушує центральні банки звертати більшу увагу на динаміку валютного курсу.

Інфляційне таргетування останнім часом стало досить популярною політикою серед центральних банків світу, оскільки інфляція є однією з найгостріших проблем сучасного розвитку економіки у всіх країнах світу, негативно впливаючи на всі сторони життя суспільства. Крім того, з 2016 р. таргетування інфляції є ключовим напрямком політики, що проводиться в Україні, тому вивчення даного режиму грошово-кредитної політики набуває особливої актуальності. Таргетування у багатьох країнах світу займає важливе місце у грошово-кредитній політиці. Саме від ефективності його реалізації залежить досягнення державою середньострокових та довгострокових цілей розвитку

економіки. Тому вибір режимів таргетування та процес їх трансформації є важливим та актуальним, особливо для економіки України під час війни.

Проблемою є те, що задля стримування інфляції НБУ проводить політику «дорогих грошей», що негативно позначається на діловій активності підприємств, оскільки через відсутність доступних кредитів виробники не можуть розширювати та оновлювати обладнання та устаткування, що сприяло б підвищенню продуктивності праці, а, відповідно, і економічному зростанню.

В умовах глибокої структурної економічної кризи першочерговим завданням стає забезпечення економічного зростання. Основна проблема полягає у тому, що інфляційне таргетування дозволяє досягти низької інфляції, проте сповільнює економічне зростання.

Метою роботи є визначення дієвості основних інструментів інфляційного таргетування в Україні за допомогою кореляційно-регресійного аналізу. Відповідно до мети, були поставлені такі завдання:

- визначити сутність інфляції та її вплив на економіку країни;
- проаналізувати поняття антиінфляційної політики та інфляційного таргетування та особливості їх проведення;
- узагальнити методологію дослідження інструментів впливу антиінфляційної політики на макроекономічні показники;
- дослідити динаміку показників інфляції в Україні;
- охарактеризувати інструменти проведення інфляційного таргетування НБУ;
- провести кореляційно-регресійний аналіз впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні шляхом побудови моделі;
- виконати аналіз іноземного досвіду застосування інфляційного таргетування;
- надати рекомендації щодо удосконалення інфляційного таргетування НБУ.

Об'єктом дослідження є політика інфляційного таргетування Національного банку України. Предметом роботи є сфера грошово-кредитного регулювання Національного банку України.

Методами дослідження є аналіз, синтез (були використані для формування загального уявлення про сутність інфляційного таргетування), монографічний метод (для пошуку інформації про предмет дослідження в працях науковців), метод експертних оцінок (для надання загальної експертної оцінки інфляційному таргетуванню, що проводилося НБУ), кореляційно-регресійний аналіз (для оцінки ступеня впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні), табличний та графічний методи (для відображення наочного статистичного матеріалу), прогнозний метод (для оцінки подальшого впливу показників інфляційного таргетування на темп інфляції в Україні).

Наукова новизна одержаних результатів полягає в тому, що шляхом кореляційно-регресійного аналізу було підбрано інструменти інфляційного таргетування НБУ, які найбільше впливають на темпи інфляції в Україні. Було систематизовано існуючі підходи та визначено найбільш дієві інструменти, та найменш вагомі фактори, які впливають на інфляцію в Україні, і на основі цього сформовано рекомендації для удосконалення інфляційного регулювання НБУ в умовах війни.

Інформаційну базу для проведеного дослідження складають праці вітчизняних та іноземних науковців, які присвячені дослідженню грошово-кредитної політики та механізму регулювання монетарної системи країни, дані аналітичних та статистичних збірників НБУ, Міністерства фінансів України, дані бізнес-видань України та світу, Світового банку та Міжнародного валютного фонду.

Апробація результатів дослідження. Результати дослідження були апробовані в статті: Інфляційне таргетування як сучасна монетарна стратегія Національного банку України.

Публікації. За темою кваліфікаційної роботи магістра було опубліковано статті в таких виданнях: Молодіжний науковий журнал. – Миколаїв: Вид-во ЧНУ ім. Петра Могили, 2023.

Перший розділ кваліфікаційної роботи магістра присвячено дослідженню теоретичних засад антиінфляційної політики. В рамках даного розділу було проаналізовано сутність інфляції та її вплив на економіку країни, а також поняття антиінфляційної політики та інфляційного таргетування, а також особливості їх проведення. В рамках другого розділу розглядається методологія дослідження інструментів впливу антиінфляційної політики на макроекономічні показники. Даний розділ містить основні методологічні засади дослідження механізму грошово-кредитної трансмісії та впливу монетарної політики на інфляцію в країні. В рамках третього розділу був здійснений емпіричний аналіз проведення інфляційного таргетування НБУ. Спочатку була проаналізована динаміка показників інфляції в Україні, потім було проаналізовано основні інструменти проведення інфляційного таргетування НБУ, і на основі цього побудовано кореляційно-регресійну модель впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні. Четвертий розділ присвячено інтерпретації та обговоренню результатів проведення інфляційного таргетування НБУ. Було визначено основні перспективи подальшого застосування інфляційного таргетування в Україні, а також визначено перспективи поєднання інфляційного таргетування та фіксованого валютного курсу в умовах війни проти РФ.

Обсяг і структура кваліфікаційної роботи магістра. Кваліфікаційна робота складається зі вступу, чотирьох розділів, висновків, списку використаних джерел, який складається з 62 найменувань літератури, 1 додатку. Основний текст роботи викладено на 76 сторінках. Робота містить 11 рисунків та 5 таблиць.

1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Сутність інфляції та її вплив на економіку країни

Інфляція – це зростання цін на товари та послуги в межах певної країни. При інфляції відбувається знецінювання грошей, знижується купівельна спроможність населення. Сутністю інфляції є дисбаланс між сукупною пропозицією та сукупним попитом у бік перевищення останнього, що склався одночасно на всіх ринках (на товарному, грошовому та ринку ресурсів). Цей дисбаланс проявляється у різних формах в рамках ринкової економіки, тобто, в умовах відносної гнучкості та мобільності цінового сигналу, перевищення сукупного попиту над сукупною пропозицією виявляється у зростанні загального рівня цін. Це відкрита форма інфляції. В економіці з фіксованими цінами недостатність пропозиції по відношенню до попиту зберігає форму дефіциту, не переростаючи (за інших рівних умов) у відкриту інфляцію. Деякі економісти вважають, що дефіцит – це антипод відкритої інфляції: якщо відпустити ціни, то дефіцит швидко зникне, але за це доведеться «заплатити» підвищенням загального рівня цін. Тому багато економістів вважають дефіцит проявом інфляції у прихованій формі [58, с. 114].

У вигляді загального дефіциту, що розвивається на всіх рівнях виробництва і споживання, інфляція проявляється в негнучкій економіці з фіксованими цінами, тобто в централізованій економіці (наприклад, при командно-адміністративній системі), де рішення щодо обсягів розподілу, виробництва, споживання та ціни приймаються з єдиного центру. Зростання дефіциту супроводжується подовженням черг, зниженням якості товарів і послуг, розвитком бюрократії та чорного ринку, де зростають ціни на товари, виражені в грошових одиницях, або кількість послуг, що надаються замість товарів. разом із дефіцитом. Це прихована форма інфляції, або придушена інфляція.

Навпаки, прояв дисбалансу між попитом та пропозицією як відкритої форми інфляції, тобто, що виявляється у зростанні цін, супроводжується зниженням

купівельної спроможності та знеціненням грошей по відношенню до кінцевих товарів та ресурсів [10, с. 11].

Однак інфляція не означає, що всі ціни в економіці підвищуються. Ціни можуть коливатися одночасно з різною швидкістю та різноспрямовано на міжгалузевому та внутрішньогалузевому рівні. Інфляцію, що супроводжується ціновою розбалансованістю, коли в одних секторах ціни зростають різними темпами, а в інших можуть скорочуватися, називають незбалансованою інфляцією. Її складніше виявити та врегулювати, ніж збалансовану інфляцію, за якої ціни змінюються в одному напрямку та приблизно однаковими темпами. Головне щодо відкритої інфляції – встановити, що загальний рівень цін підвищується.

Відкрита інфляція зазвичай вимірюється у темпах приросту рівня цін протягом року і розраховується у відсотках [37]:

$$\pi = \frac{P_1 - P_0}{P_0} * 100\%, \quad (1.1)$$

Де π – темп інфляції у відсотках за рік, P_1 – рівень цін в певному році, P_0 – рівень цін попереднього року.

Як показник рівня цін використовується дефлятор ВВП, але так само можна використовувати індекс споживчих цін та індекс промислових цін. Необхідно мати на увазі, що не будь-яке підвищення цін – інфляція. З поняттям відкритої інфляції не слід змішувати зростання цін, спричинене, наприклад, сезонними коливаннями попиту та пропозиції, природними катаклізмами та, що дуже важливо, економічними циклами. Зростання цін, що відбувається не через викривлення оцінки ресурсів, товарів та послуг, що порушує пропорції обміну та розподілу, а з якихось інших причин, інфляцією не є. Тому в оцінці інфляції необхідно очистити ціни від неінфляційних коливань. Тож якщо в економіці щомісячний темп інфляції становить 7%, а ціни на сільськогосподарську продукцію сезонно знизилися,

наприклад, на 1,5%, то не можна стверджувати, що в цей період інфляція знизилася до 5,5% на місяць [34, с. 720].

Процес, зворотний інфляції, тобто зниження цін, називається дефляцією. За темпами зростання цін інфляцію прийнято поділяти на три види.

Повзуча інфляція означає, що ціни зростають поступово приблизно на 3-5% на рік, як це відбувається в розвинених країнах. Помірна інфляція – позитивний економіки чинник, вона стимулює попит, сприяє розширенню виробництва та інвестуванню.

Галопуюча інфляція характерна для країн, що розвиваються. Зростання цін становить 10-50% у річному обчисленні. Гроші знецінюються досить швидко, тому як ціни для угод або використовують стійку валюту, або в цінах враховуються очікувані темпи інфляції на момент платежу. Інакше кажучи, угоди (контракти) починають індексуватися [30, с. 132].

Гіперінфляція – своєрідна супутниця криз та війн. Зростання цін перевищує 50% і може досягати вкрай високих значень. Вона найчастіше виникає, коли держава використовує емісію національної валюти для фінансування своїх непомірних витрат. Знецінення коштів відбувається настільки стрімко, що ціни можуть перераховуватися щодня і навіть кілька разів на день. Гіперінфляція вимиває гроші з обігу, руйнує банківську систему та паралізує не лише виробництво, а й сам механізм ринку. Очікування гіперінфляції створює панічні настрої в бізнесі. корисно розглянути критерій гіперінфляції за Кейганом. Американський економіст вважає, що гіперінфляцією у країнах можна вважати темпи приросту рівня цін понад 50% на місяць, що з перерахунку на річні темпи інфляції становить 13000%. Подоланою гіперінфляція вважається в тому місяці, якщо протягом попередніх 12 місяців темпи інфляції не перевищували 50% [30].

До основних причин виникнення інфляції належать такі фактори:

– скорочення валового внутрішнього продукту (ВВП) при постійному обсязі грошової маси в обігу;

- зростання державних витрат за рахунок емісії;
- надмірне розширення обсягів кредитування компаній та приватних осіб;
- монополізм економіки, коли великі фірми отримують можливість визначати вартість своєї продукції і витрати [14].

Основні індикатори рівня інфляції – індекс споживчих цін, індекс цін виробників, дефлятор ВВП, паритет купівельної спроможності, індекс Пааше.

Монетарист Мілтон Фрідман вважав, що причини інфляції тісно пов'язані зі зростанням грошової пропозиції, це призводить до підвищення попиту і цін, а зростання цін неминуче притягує за собою інфляцію [32, с. 109].

Згідно з концепцією Дж. Кейнса, інфляція є ланцюгом обставин, процесом, де існує надмірний попит (інфляційний розрив), коли сукупні видатки перевищують обсяг національного продукту. Вчений та його послідовники вважають, що збільшення попиту з боку держави та підприємців призводить до збільшення виробництва та зайнятості. Водночас збільшення попиту населення призводить до інфляції, оскільки цей попит не є виробничим. З огляду на це рекомендують стимулювати приватні та державні інвестиції, проте обмежувати заробітну плату працівників. Дж. М. Кейнс рекомендував знижувати не номінальну, або «грошову» заробітну плату, яка є «непіддатливою» через відчайдушний спротив працівників, а провадити «гнучку інфляційну грошову політику», яка в підсумку призведе до зниження реальної заробітної плати [52, с. 285].

Як бачимо, проблема інфляції є доволі дискусійною як у наукових, так і в політичних колах. Представники різних економічних шкіл причини інфляції тлумачать по-різному, але сходяться на тому, що інфляція – це процес знецінення грошей. Основним показником за допомогою якого вимірюється інфляція в країні є коефіцієнт інфляції, або індекс споживчих цін, він характеризує загальну зміну цін на товари і послуги у поточному періоді у порівнянні з минулим [55, с. 99].

Вплив інфляції на економіку держави може бути і позитивним, і негативним. Негативні результати інфляції включають: зменшення реальної вартості грошей та інших грошових статей з плином часу, неясність щодо величини майбутньої інфляції, яка може перешкоджати інвестиціям та заощадженням, при високих темпах інфляції може початися дефіцит товарів, а споживачі починають витратити свої накопичення внаслідок побоювання, що ціни будуть підвищуватися в майбутньому. Інфляція, яка за своїми масштабами перевершує повзучу, негативно впливає на економіку. Причому зі зростанням інфляції збільшується і її негативний ефект. Вплив інфляції на економічну діяльність суб'єктів набуває часом руйнівного характеру. Перш за все, значна інфляція руйнує купівельну спроможність національної валюти. Втративши ціну, національна валюта припиняє повноцінно (а часто і повністю) здійснювати вирішальні функції грошей. Негативний вплив інфляції виражається також нерівномірному зростанні цін. Неодноразове подорожчання, що перевершує середнє зростання цін, будь-яких товарів і послуг, що володіють значним економічним або соціальним значенням, визначає бар'єри щодо економічного зростання [59].

Затяжне зростання цін породжує стійкі інфляційні очікування, що надає інфляції самопідтримки, тобто інерційний характер. Під впливом стійких очікувань розвивається інфляційна спіраль. Це позначається на поведінці всіх економічних агентів: споживачі страхуються, закупаючи товари наперед. Тим самим споживачі створюють тиск попиту, що змушує виробників ще більше підвищувати ціни. Банки збільшують номінальну ставку відсотка. Профспілки закладають у трудові договори підвищену ставку заробітної плати. Інфляція робить новий виток, формуються нові та вищі інфляційні очікування.

Інерційна інфляція особливо небезпечна, оскільки її важко подолати. Адже найскладніше переламати настрої економічних агентів, змінити їхню поведінку. Стимулююча кредитно-грошова політика може лише посилити очікування

інфляції. Формується порочне коло: інфляційні очікування – підвищення рівня цін – нові інфляційні очікування – нове підвищення рівня цін тощо.

Якщо врахувати, що будь-які поточні ціни – це не що інше, як очікування, що сформувалися в попередньому періоді з приводу майбутніх цін або майбутніх темпів інфляції, то рівняння Фішера набуде вигляду [62, с. 155]:

$$i = r + \pi_e, \quad (1.2)$$

Де π_e – очікуваний темп інфляції. Важливо відзначити, що ефект Фішера проявляється лише в умовах прогнозованої (очікуваної) інфляції із стійкими інфляційними очікуваннями економічних агентів. Однак існує також поняття непрогнозованої (неочікуваної) інфляції. Наприклад, в епоху золотого стандарту інфляція була стійкою. Існувала однакова можливість як зниження, так і підвищення її темпів у майбутньому, а значить, і можливість автоматичного виходу ринку з інфляційних лещат, що описується неокласиками.

Економічні агенти при підвищенні загального рівня цін починали почуватися реально біднішими (ефект багатства) і, не маючи інфляційних очікувань, прагнули збільшити обсяг реальних грошових запасів, що скоротився по відношенню до цін, що зросли (M/P). Тому покупці відклали частину своїх покупок до встановлення нижчого рівня цін. Виробники, навпаки, намагалися розширити пропозицію із єдиною метою підтримати обсяг реальних грошових запасів на колишньому рівні. Обидві ці тенденції призводили до того, що рівень цін поступово знижувався, і ринок міг самостійно вийти з інфляційного стану. Отже, за відсутності інфляційних очікувань спрацював ефект реальних грошових запасів, який у економічній літературі називається також ефектом Пігу. Але, наголосимо ще раз, що автоматичний вихід можливий лише з непрогнозованої чи неочікуваної інфляції [60].

Деякі економісти вважають, що низький рівень інфляції пожвавлює економічну кон'юнктуру і необхідний для економіки як резерв. Проте слід

пам'ятати, що згубність навіть невеликого рівня інфляції у тому, що вона спотворює ціновий сигнал. Економічні рішення, що враховують викривлену цінову інформацію, нехай навіть вони приймаються за всіма правилами раціональності, стають дедалі менш ефективними. Ціни, що враховують викривлену інформацію, поглиблюють диспропорції в економіці та за інших рівних умов темпи інфляції можуть перейти на більш високий рівень. Розглянемо докладніше соціально-економічні наслідки інфляції.

Інфляція викривлює відносні ціни, що деформує факторний розподіл доходів та розміщення ресурсів, а також знижує ефективність виробництва та подальшого розподілу по всьому відтворювальному ланцюжку. У тому числі інфляція порушує розподіл національного доходу між працею та капіталом на користь капіталу. Справді, чим вищі темпи інфляції, тим нижча реальна заробітна плата, тим меншою частиною національного продукту винагороджується фактор праці відносно фактору капіталу. Тобто, при прискоренні темпів інфляції частка праці в національному доході скорочується [39, с. 104].

Інфляція перерозподіляє майно від кредиторів до дебіторів. Борги в умовах інфляції повертаються грошима, що подешевшали: при нерівномірному зростанні цін неможливо застрахувати капітал, що позичається, оскільки неможливо точно розрахувати майбутній темп інфляції.

Інфляція порушує пропорції розподілу національного доходу між приватним сектором та державою на користь останньої. Реалізуючи монопольне право на емісію, наприклад, для покриття бюджетного дефіциту, держава розширює грошову пропозицію, підвищуючи темпи інфляції. Купівельна спроможність населення знижується і воно не споживає частину національного продукту. Купівельна спроможність держави, навпаки, зростає на перерозподілену на його користь грошову суму. Таким чином, держава за допомогою емісії оподатковує населення специфічним видом податку – інфляційним податком, ставка якого дорівнює темпам інфляції. Інфляційний податок – це збитки економічних суб'єктів,

які тримають свої активи у грошовій формі. Базою такого оподаткування є реальні фінансові запаси, чи фінансова база.

Інфляція перерозподіляє національний дохід між одержувачами трансфертних платежів та учасниками виробництва на користь останніх. Факторний дохід учасників виробництва, що отримується у грошовій формі, зростає пропорційно до інфляційного підвищення цін. Навпаки, номінальний дохід у вигляді пенсій, допомог та інших трансфертних виплат, не прив'язаний до зміни цін (у період між індексаціями) та його купівельна спроможність зменшується швидше, ніж реальний дохід учасників виробництва, який за не надто високої інфляції може залишитися незмінним [34].

Отже, розглянуті перерозподільні ефекти, створювані інфляцією, впливають і поведінка економічних суб'єктів. За високих темпів інфляції агенти ринку перестають довіряти один одному, включаючи державу, що посилює інфляційні очікування та економічну нестабільність.

1.2. Поняття антиінфляційної політики та інфляційного таргетування та особливості їх проведення

Інфляція грає роль однієї з головних макроекономічних проблем. Крім того, інфляція залежить від суспільних психологічних настроїв. Інфляція справляє інтенсивну дію на економічних агентів, хтось внаслідок неї перемагає, хтось програє, але більша частина вважають, що інфляція становить серйозну проблему.

Інфляція викликана монетарними та структурними причинами. Монетарні причини полягають у невідповідності грошового попиту і товарної маси. Структурні причини полягають у викривленні народно-господарської структури, що проявляється в запізненні формування галузей споживчого сектора. Серед інституційних причин інфляції можна виділити причини, пов'язані з грошовим сектором, і підстави, пов'язані з організаційною структурою ринків.

Якщо уряд країни приділятиме увагу деяким заходам щодо зниження інфляції, то економічна ситуація в країні буде під контролем. Найбільш ефективним способом на рівень інфляції є застосування політики впливу на відсоткову ставку чи ставку рефінансування центральних банків сучасної ринкової економіки [40, с. 83].

Уряд кожної країни, що знаходиться в кризі, повинен проводити антиінфляційну політику.

Антиінфляційну політику можна розділити на активну і адаптивну:

1. Активна антиінфляційна політика концентрується на ліквідації причин, які викликають інфляцію.

2. Адаптивна політика концентрується на пристосуванні до інфляційних умов, значенням її негативних наслідків.

Активна фіскальна політика спрямована на стабілізацію економіки, спирається на розширення і скорочення державного сектору. Серед методів фіскальної політики можна виділити:

– Зміну реального виробничого обсягу, який здатний підвищити дохід від усіх головних джерел податкових надходжень, в тому числі податків з доходів, відрахувань по соціальному страхуванню, податків на прибуток корпорацій, податків з продажів і податків з обороту. Одночасно з цим зростання реального виробництва здатне скоротити реальну витрату уряду за трансфертними платежами. Це відбувається, в основному, через збільшення реального виробничого обсягу, який природно знижує рівень інфляції.

– Метод зміни рівня цін, при якому їх зростання впливає на обидві частини бюджету держави, включаючи видаткову і дохідну частину. Якщо рівень реального обсягу виробництва залишається незмінним, то відбувається зростання цін на нарощування державних доходів від податків. Можна сказати, що зростання рівня цін здатне скоротити номінальний обсяг дефіцитного бюджету держави, в реальних змінних дане скорочення буде ще більш істотним.

– Зміна процентної ставки, зростання якої здатне збільшити реальні витрати по погашенню боргу держави. Дане збільшення лише частково може бути компенсоване через зростання номінальних доходів органів держави у вигляді нарощування норми відсоткової банківської облікової ставки. В цілому, зростання номінальних процентних ставок збільшує як реальний, так і номінальний бюджетний дефіцит.

– Автоматична стабілізація, при якій виробники спостерігають пожвавлення, реальне зростання обсягу виробництва, зростання рівня цін і скорочення безробіття [43].

Дані явища сприяють поповненню бюджету держави в його реальному обчисленні. При настанні певного економічного темпу зростання реального виробництва його темп може бути сповільнений і відбувається зростання безробіття. В цьому випадку темп інфляції знижується, навіть при скороченні ділової активності, недостатньо масштабної для виклику зниження рівня цін.

Методи антиінфляційної політики при боротьбі з процесами інфляції можуть бути представлені індексацією, яка має на увазі, що податки, зарплата, борги, процентні ставки стають до інфляції нечутливими, коли у відповідь на зміну цін відбувається коригування номінального грошового платежу.

Якщо це робиться через встановлення більш високих номінальних зарплат, цін і процентних ставок, то моментальні контракти продовжують діяти в сторону збільшення витрат навіть після того моменту, коли в певних частинах економіки інфляція сповільнюється.

При цьому якщо заробітна плата, розмір процентної ставки або ціни в договорі або контрактах мають відношення до темпу інфляції, то рух синхронізується зі зміною загального рівня цін. З цієї причини, якщо індексація поширюється повсюдно, то темп інфляції швидко реагує по лінії росту сукупного попиту, а також сповільнюється сама інфляція.

В цьому випадку інфляційні процеси в економіці, які викликаються різким порушенням пропозиції, а не надмірним становищем попиту, процес індексації погіршують, а не сприяють поліпшенню становища в країні [45, с. 50].

Якщо ми розглянемо такий підхід, як таргетування інфляції (встановлення цілей інфляції), то Центральний банк зобов'язаний контролювати рівень цифрового значення інфляції або її фіксований діапазон.

Таргетування спрямоване на зміцнення довіри до фінансового ринку, оскільки воно відображає той факт, що низька інфляція є основною метою державної політики регулювання фінансових ринків. Водночас таргетування інфляції неефективне у країнах без стабільних фінансових ринків.

Одним із основних інструментів реалізації грошово-кредитної політики для підтримки запланованого рівня інфляції є зміна облікової ставки Центральним банком. Збільшення облікової ставки призведе до збільшення ставок за депозитами в комерційних банках, що збільшить привабливість депозитів. Крім того, кредити як для фізичних осіб, так і для підприємств дорожчають, а попит на них відповідно зменшується. В результаті кількість грошей у населення зменшиться, а інфляція впаде. Зниження облікової ставки має зворотний ефект [48, с. 481].

Отже, інфляція є однією з найактуальніших проблем у сучасній економіці. Інфляція негативно впливає на всі аспекти життя нашого суспільства. Значна інфляція сприяє руйнуванню грошової системи, провокує відтік національного капіталу за кордон.

Методами антиінфляційної політики є інфляційне таргетування, зміна процентних ставок, автоматична стабілізація, скорочення бюджетних видатків, стримуюча фіскальна політика, метод індексації.

Попри той факт, що інфляційне таргетування є одним з найсучасніших монетарних режимів і має прихильників по всьому світу, немає гарантії, що даний режим швидко та безболісно позбавить країну від інфляції. В новітній історії є

прикладі невдалого використання даного режиму – Туреччина та Аргентина [3, с. 35] і Україні слід детально проаналізувати негативний досвід колег з інших країн.

За останні десятиліття було досягнуто суттєвого прогресу в розумінні того, які завдання можна вирішити за допомогою заходів грошово-кредитної політики. На даний момент є чітке розуміння ролі центрального банку в регулюванні економічних процесів, визначено зону його відповідальності і, відповідно, сформульовані принципи, яким має задовольняти монетарна влада, щоб задані цілі не вступали в протиріччя один з одним і були досяжні за допомогою доступних центральному банку інструментів. Хоча багато питань, що стосуються політики центральних банків, все ще залишаються без відповіді, був досягнутий певний консенсус по основоположним принципам, які повинні лежати в основі грошово-кредитної політики [45, с. 52].

Даний консенсус в значній мірі сприяв виникненню такого монетарного режиму, як таргетування інфляції. Стрімко зростаюча популярність таргетування інфляції, до якого перейшли практично всі розвинені країни і багато країн, що розвиваються, не в останню чергу пояснюється тим, що даний режим має під собою міцний теоретичний і емпіричний фундамент. Таргетування інфляції є найбільш сучасний і науково обґрунтований монетарний режим. Він на практиці доводить свою ефективність, дозволяючи різним країнам домагатися стійкого зниження інфляції і цим сприяти економічному розвитку та макроекономічній стабільності.

Цінова стабільність має безліч переваг, головна з яких полягає в зниженні невизначеності майбутніх макроекономічних умов для економічних агентів, що дозволяє їм збільшити горизонт планування і створює для них сприятливі умови інвестування. Головним завданням центрального банку в рамках інфляційного таргетування є підтримка цінової стабільності в довгостроковій перспективі [41; 59]. Цінова стабільність при цьому встановлюється, по-перше, як довгострокова, і по-друге – як пріоритетна мета регулятора. На практиці під ціновою стабільністю зазвичай розуміється не нульова інфляція, а наявність передбачувано низького

темпу зростання цін, який коливається у вузькому коридорі. Іншими словами, при інфляційному таргетуванні регулятор вибирає деяке цільове значення інфляції і потім, регулюючи процентні ставки, забезпечує умови, в яких приріст індексу споживчих цін узгоджується зі встановленою метою. В даному випадку номінальним якорем виступає інфляція на ринку споживчих товарів і послуг. Наявність інших цільових показників, реальних чи номінальних, в довгостроковій перспективі не допускається, оскільки вони можуть вступати в конфлікт з основною метою по інфляції [59].

Особлива увага при інфляційному таргетуванні приділяється забезпеченню стійких низьких інфляційних очікувань, оскільки нестабільні інфляційні очікування самі по собі можуть створювати дисбаланс і негативно впливати на макроекономічну динаміку. Основоположним принципом таргетування інфляції є підтримка прозорості політики, що проводиться, і інституційне забезпечення, що дозволяє зняти з центрального банку явні або неявні зобов'язання по встановленню будь-яких інших цілей, що вступають в протиріччя з досягненням низької інфляції. Якщо на центральний банк покладаються обов'язки щодо стимулювання інвестицій, підтримці низького рівня безробіття, забезпечення високих темпів зростання, в т. ч. за рахунок кредитування уряду і / або підприємств реального сектора, то він виявляється в ситуації, коли несе відповідальність за динаміку макроекономічних змінних, на які не здатний ефективно впливати в довгостроковій перспективі. Заходи, спрямовані на досягнення цих цілей, можуть призвести до надмірної грошової пропозиції та втрати контролю над інфляцією [2, с. 8].

В результаті наявності у монетарної влади додаткових довгострокових пріоритетів, крім контролю над зростанням цін, збільшує інфляційні очікування [39; 48]. Щоб зняти цю проблему, центробанку надається суттєва автономія, і вони де-факто звільняються від відповідальності за досягнення будь-яких цілей, що суперечать підтримці цінової стабільності. Транспарентність і публічна підзвітність регулятора є факторами, що підвищують довіру економічних агентів, яке

конвертується в низькі інфляційні очікування і сприяє більшій збалансованості в макроекономічній системі.

Серед західних фахівців та експертів переважає прихильність до режиму інфляційного таргетування. Свого часу Ларс Свенсон [16] наголошував, що при режимі інфляційного таргетування особливу увагу слід приділяти інфляційному прогнозуванню, прогноз рівня інфляції є проміжною ціллю Центробанку, завдяки чому спрощується реалізація та моніторинг монетарної політики. На думку автора, режим таргетування обмінного курсу значно поступається режиму інфляційного таргетування.

Майкл Вудфорд [46] відстоює переваги інфляційного таргетування попри значну критику даного режиму після світової кризи 2008 року. Автор наголошує, що інфляційне таргетування запроваджується задля досягнення стабілізації середньострокових інфляційних очікувань. Даний режим є профілактикою проти виникнення спіралей заробітна плата – інфляція з одного боку та виникнення стійких дефляційних очікувань з другого. Світову кризу 2008 – 2009 рр. за масштабами втрат порівнюють з кризою 1930-х років, проте цього разу жодна з великих економік не застрягла в дефляційних спіралях. Крім того, попри значні коливання цін на нафту їх вплив на рівень заробітних плат та цін був мінімальний.

Такого результату вдалося досягти, оскільки інфляційні очікування в більшості великих економік залишаються стійкими, Центральні Банки за останні роки спромоглися переконати населення у здатності контролювати рівень інфляції на заданому рівні. Автор вважає режим інфляційного таргетування ефективним, дієвим та життєздатним. Хоча й погоджується, що після кризи доцільним буде переглянути доктрину, відповідно до якої Центральний Банк з цільовими показниками інфляції має не звертати увагу на фінансові події, наприклад, на бум на ринку нерухомості, що відбувається за рахунок кредитних коштів [46].

Вказує на недоліки інфляційного таргетування, як монетарного режиму для країн, що розвиваються Дж. Стігліц [26, с. 24]. Він зазначає, що постійне

підвищення процентних ставок з метою досягнути цільового показника інфляції є безперспективним в умовах зростання світових цін на енергоносії та продовольчі товари. Імпортна інфляція, на думку Дж. Стігліца, може бути знижена різким економічним спадом та високим рівнем безробіття.

Його критика є досить аргументованою – дійсно, підвищення облікової ставки центробанку не може вплинути на світові ціни на нафту чи зерно. Особливо це актуально для країн, що розвиваються та країн з низьким рівнем доходів, оскільки ці товари (та їх похідні) мають більшу вагу в структурі видатків домогосподарств для таких країн ніж для розвинутих багатих економік. В умовах пасивного платіжного балансу України, переважання імпорту над експортом та низьким рівнем доходів населення дану концепцію не можна ігнорувати.

Основні дискусії в Україні ведуться стосовно того, чи є виправданою така жорстка кредитно-грошова політика в умовах низьких темпів економічного зростання.

Одні фахівці переконані, що маючи однозначний показник інфляції Центробанк має не тільки опікуватися ціновою стабільністю, а й сприяти економічному зростанню. Тому необхідно зменшувати процентні ставки, щоб вплинути на грошовий ринок і кредитування підприємців

Так, колишній прем'єр-міністр України Володимир Гройсман свого часу погоджувався, що дорогі кредити знижують конкурентоздатність українських виробників в порівнянні з представниками європейського бізнесу, що залучає фінансові ресурси під 1-2%. Його однодумцем є академік НАН України Богдан Данилишин [30, с. 178], науковець звертає увагу на той факт, що необхідних передумов для введення інфляційного таргетування в Україні не було (стійкого економічного зростання, довгостроковий досвід низької інфляції, відсутність серйозних диспропорцій в структурі економіки).

В своїх публікаціях він часто згадує Д. Стігліца та статтю «Таргетування інфляції – випробування реальністю», який стверджує: «Боротьба зі зростанням цін

на продукти харчування та енергію – складна справа. Ослаблена економіка й більш високе безробіття, до яких призводить таргетування інфляції, помірковано впливають на інфляцію, але ускладнюють виживання в цих і без того важких умовах» [45, с. 50]. Тому він вважає, що Нацбанк має знижувати процентні ставки.

Натомість ціла низка банкірів зауважують, що активному кредитуванню бізнесу заважає не тільки, і не стільки саме високі проценти, скільки відсутність захисту прав кредитора; складний процес реалізації застави; відсутність достатньої кількості якісних позичальників; низький рівень довіри до банківської системи; ефект витіснення та висока інфляція (банки віддають перевагу купівлі цінних паперів) [12, с. 20].

Тому друга група фахівців вважає виправданою жорстку монетарну політику центробанку. Член Ради НБУ Олександр Петрик [13, с. 74] переконаний, що при інфляції у 13-15% стає економічне зростання взагалі є неможливим, оскільки чим більша інфляція – тим більша її мінливість і це унеможлиблює розрахунки будь-якого довгострокового проекту, тобто скорочуються капітальні інвестиції. Висока інфляція нівелює цінову конкурентоспроможність економіки, зростає дефіцит зовнішньої торгівлі, зростає попит на іноземну валюту, що сприятиме девальвації, населення та бізнес будуть нести фінансові втрати.

Таким чином, більшість фахівців та науковців позитивно оцінюють інфляційне таргетування, як один з сучасних та дієвих монетарних режимів, що дозволяє ефективно забезпечувати цінову стабільність та гасити інфляційні ризики. Основні суперечки точаться навколо того, наскільки жорсткою має бути монетарна політика та в які строки має відбуватися досягнення цільових показників зростання.

Дуже небезпечно збивати інфляційні очікування запровадженням цінових обмежень, навіть тимчасово. Фіксування цін у ринковій системі викликає різкий дефіцит товарів та заганяє інфляційні очікування вглиб, сприяє згортання виробництва. Рано чи пізно фіксовані ціни доведеться відпустити і стисла цінова пружина вистрілить ще більшою інфляцією, розбалансованістю попиту та

пропозиції. Однак, якщо підтримувати фіксовані ціни довгі роки, необхідно вводити жорсткий і всеосяжний централізований контроль, тобто, командно-адміністративну систему. Тому, за умов гіперінфляції треба фіксувати не ціни, а обсяг грошової маси [38].

Спочатку необхідно мінімізувати темпи її приросту, а потім запровадити щорічну фіксацію або рамки зміни обсягу грошової маси протягом року. Така політика, як відомо, називається таргетуванням грошової маси. При цьому необхідно враховувати швидкість обігу грошей, збільшення якої посилює інфляцію. Ідеальний варіант – одночасно підвищити норму обов'язкового резервування, обмежити операції, які ведуть до депозитарного розширення грошової маси, тимчасово припинити емісію. Для цього потрібно усунути причини додаткової емісії: врегулювати структурний дефіцит бюджету, скоротивши насамперед непродуктивні витрати, припинити індексацію доходів населення. Звичайно ж, такі заходи непопулярні, тому їх може проводити лише сильний уряд, який має довіру населення. У атмосфері гіперінфляції це єдиний спосіб переламати інфляційні очікування, зупинити інерційну інфляцію [39].

Після цього необхідне вирішення проблем реального сектора. Необхідно зайнятися балансуванням темпів зростання виробництва, платоспроможного попиту та темпів зростання цін. Варіантом такого балансування є політика цін та заробітної плати. Вона полягає в обмеженні руху цін зростанням номінальної ставки заробітної плати, яка тісно прив'язується до зміни продуктивності праці.

Прихильники цієї політики вважають, що вона, по-перше, усуває інфляційні очікування, і, по-друге, обмежує монополізм фірм та профспілок. Одночасно слід зберігати жорсткість грошової та кредитної політики, і навіть не допускати зростання бюджетного дефіциту. Тільки в комплексі ці заходи здатні знизити темпи інфляції до регульованого рівня.

Наступний крок – закріплення досягнутих результатів у довгостроковому плані. При низьких темпах інфляції вже можна проводити промислову і структурну

політику, спрямовану на підвищення продуктивності праці та зниження витрат. Необхідно привести у відповідність структуру пропозиції зі структурою попиту, а не лише балансувати їх обсяги [51].

Необхідна також і профілактика інфляції. У ще більш довгостроковому плані за умов повної зайнятості необхідно стимулювати розширення потенційного ВВП з допомогою структурної та науково-технічної політики. Причому віддавати перевагу тут треба не бюджетному фінансуванню, а створенню економічних стимулів для підвищення продуктивності праці, впровадження нових технологій та створення нових виробництв, перетворення старих галузей на новій технічній базі тощо. Для проведення таких перетворень у галузях, що стимулюються, необхідно створити систему пільг у оподаткуванні та умовах кредиту (включаючи податкові канікули, збільшення норми амортизації, держзамовлення).

Дуже важливою умовою антиінфляційної політики є незалежність уряду від груп тиску: антиінфляційні заходи слід проводити послідовно та виважено. Порушення алгоритму антиінфляційної боротьби для груп інтересів призводить до протилежних результатів [49].

Отже, основний принцип боротьби з інфляцією – скорочення сили впливу її джерел. Необхідно мати на увазі, що тимчасові лаги у прийнятті політичних рішень та їх лобіювання – це причини монетарного розкручування інфляції, оскільки вони ведуть до неефективності бюджетних видатків і, зрештою, викривлення цінового сигналу. Інерційність виробництва, пов'язана з ефектом акселератора, дискретність та нерівномірність появи та впровадження нових технологій, стрибкоподібний розвиток економічної системи – це об'єктивні причини немонетарного викривлення цінового сигналу у довгостроковому плані. Отже, якщо існують об'єктивні причини виникнення інфляції, то це явище не усувається. Тому найбільш реалістичною метою антиінфляційної політики є не абсолютне знищення інфляції, а зниження інфляційного напруження та підтримання її темпів на стабільно низькому та передбачуваному рівні.

2. МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ВПЛИВУ АНТИІНФЛЯЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ НА МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПОКАЗНИКИ

Монетарна політика відіграє важливу роль у стабілізації економічних коливань і, особливо, у контролі рівня інфляції в економіці. Грошово-кредитна політика впливає на інфляцію, рівень безробіття або темпи зростання економіки шляхом зміни сукупного попиту та пропозиції. Набір каналів, що впливають на попит і пропозицію, називається механізмом монетарної трансмісії. Перш ніж описувати його основні особливості, варто звернути увагу на два конкретні моменти.

По-перше, необхідно визначити середовище, в якому діє монетарна політика. Загалом, грошово-кредитна політика не має значного реального впливу в економіці, де всі ринки перебувають у рівновазі, а економічні агенти діють раціонально, враховуючи негайну реакцію цін на надлишковий попит. З цієї причини слід зосередитися на впливі монетарної політики, в першу чергу, на номінальні змінні. Крім того, якщо існує певна номінальна жорсткість, монетарна політика, принаймні тимчасово, впливатиме на реальні величини в економіці.

По-друге, відносна швидкість, з якою монетарні заходи впливають на ціни та кількість, визначає вартість, пов'язану з кожною стратегією монетарної політики, а отже, її життєздатність [42, с. 116].

Характер каналів передачі залежить від способу формування монетарної політики. Таким чином, центральний банк може використовувати стратегії, засновані на цільових показниках для певного грошового агрегату, або ж він може вибрати шлях для короткострокових процентних ставок, що відповідає його цілям щодо стабільності цін або стабільності для будь-якої іншої номінальної змінної (обмінного курсу, наприклад). У літературі було висунуто дві причини для пояснення короткострокової нестабільності попиту на гроші. Одна з них – це розвиток фінансових ринків та їхня дерегуляція. Інший – це поступове відкриття

економік і подальший вплив нових змінних на взаємозв'язок між грошовими агрегатами та рішеннями щодо видатків, прийнятими економічними агентами.

У реальному науковому дискурсі домінує широке твердження про те, що монетарна політика має бути прагматично зосереджена на цілях цінової стабільності. Вчені досі сперечаються, як це завдання можна було б виконати найефективніше. Досягнення цінової стабільності є життєво важливою практичною метою для монетарних установ через безліч причин. По-перше, досить висока та досить нестримна інфляція суперечить загальним цілям сталого розвитку та повної зайнятості. По-друге, високий індекс споживчих цін викликає інфляційні очікування та знижує довіру агентів до проведеної державою економічної політики [36].

Нарешті, нестабільність цін негативно впливає на суспільний добробут. Між тим, інфляція є внутрішньою ознакою економічної системи і, загалом, може навіть пожвавити її розширення, якщо цілі монетарної політики правильно відкалібровані. Є деякі стратегічні обставини для планування поведінки центрального банку, які можуть позитивно пожвавити ендогенний економічний розвиток. Інфляційне таргетування, загалом, є монетарним режимом, який у разі повноцінного впровадження усуває ряд ризиків, викликаних інфляцією, та сприяє підвищенню прозорості економічного середовища.

Суть монетарного таргетування полягає в тому, що центральний банк оцінює потенціал зростання виробництва та динаміку грошового обігу на основі цільової інфляції в рамках кількісного рівняння обміну ($MV = PY$), встановлює цільовий темп зростання грошової маси та оголошує про це громадськості. Основними перевагами монетарного цільового режиму є: «суверенність» – центральний банк обирає цільовий показник інфляції і має можливість корегувати політику залежно від внутрішніх змін об'єму виробництва; тісний зв'язок з інструментами монетарної політики, тобто високий рівень контролю зі сторони центрального банку; звіти про

виконання монетарних таргетів доносяться до громадськості з досить короткими часовими лагами – до кількох тижнів [10, с. 10].

Виходячи з монетарної теорії першочерговими причинами інфляції є кредитна та грошова емісії, що не підкріплені товарною масою; збільшення державного боргу та бюджетного дефіциту; валютно-фінансова криза; монополізм підприємств та державна монополія; мілітаризація економіки; механізм оподаткування [14, с. 425].

Противники монетарних концепцій вбачають основні причини інфляції у підвищенні виробничих витрат які провокують інфляцію витрат; збільшенні сукупного попиту, яке не пов'язане зі збільшенням розміру грошової маси; структурній зміні ринку, що пов'язана з державною монополією та монополією підприємств, що виникає внаслідок монополістично-адміністративного підвищення цін [11, с. 14].

А. Філіпс і В. Бренсон є одними з перших класичних досліджень впливу інфляції та інструментів монетарної політики на економічні показники [42; 52]. Класичне дослідження А. Філіпса показало, що зв'язок між безробіттям і темпами зміни номінальної (за умови інфляції) заробітної плати у Великій Британії корелював зі значним рівнем.

У 1975 році В. Бренсон продемонстрував відповідні теоретичні результати для дефлятора ВВП та ключових інструментів монетарного регулювання. У його статті обговорювалися традиційні принципи монетаризму та конвергенції результатів кейнсіанського дослідження Філіпса. Згідно з останніми дослідженнями, проблеми використання монетарних інструментів та моделей таргетування інфляції залишаються актуальними. Спостерігачі все частіше схиляються до того, що крива Філіпса вирівнялася, тобто вирівнявся її нахил до нуля для ринку праці США, але цей ефект все ще живий для кривої Філіпса в рамках заробітної плати. Однак результати показують, що повідомлення про недієвість кривої Філіпса можуть бути сильно перебільшеними [47, с. 98].

Автори доводять, що в Україні ефект «інфляція-безробіття» Філіпса на кумулятивний індекс споживчих цін все ще спостерігається [38, с. 230]. Відповідні дослідження також демонструють значну кореляцію між фундаментальними макроекономічними показниками та доводять, що ефекти Філіпса для розвинутих економік і країн, що розвиваються, різні.

Грошово-кредитна політика включає всі державні заходи, що впливають на грошову масу в обігу. Існує комплекс регулятивних дій, спрямованих на зміну кількості грошей в обігу та спрямованих на безпосередній вплив на ділову активність і ліквідність банківської системи [44, с. 255]. Проте такий підхід недостатньо характеризує економічну сторону грошово-кредитної політики та визначає її як невід'ємну частину загальної економічної політики. Таким чином, інструменти монетарної політики є найбільш популярними; за їх допомогою уряд ринкової економіки регулярно впливає на економічне зростання не лише з точки зору ВВП і зайнятості, а й загального рівня зростання чи падіння цін [50, с. 582].

Недоліком такого трактування є те, що сутність грошово-кредитної політики, в даному випадку, визначається її конкретними стратегічними і тактичними цілями. Ф. Мишкін не конкретизував, що вони можуть змінюватися залежно від конкретного історичного періоду, національних інтересів держави, можливих викликів і загроз тощо. Пізніше науковець виділив чотири основні типи проміжних цілей монетарної політики: таргетування грошового агрегату, валюту валютний курс, таргетування інфляції та політика відсоткових ставок [49, с. 10]. Запровадження цих режимів сприяє підвищенню ефективності грошово-кредитної політики у забезпеченні фінансової безпеки держави. Кожен із цих режимів має як позитивні сторони, що підвищують фінансову безпеку, так і недоліки, які знижують ефективність їх застосування для фінансової безпеки.

Для послідовного досягнення стратегічних цілей центральні банки визначають проміжні інфляційні цілі, які слід розуміти як посередника між конкретними монетарними інструментами та стратегічними цілями монетарної та

економічної політики. Вибір проміжних цілей значною мірою залежить від поточних макроекономічних та інституційних умов для економік, що розвиваються.

Науковцями також було досліджено монетарну політику в новокейнсіанській економіці та показано, що інфляційне таргетування зменшує загальну невизначеність, яка впливає на діяльність, спрямовану на стимулювання зростання.

Також було підкреслено вплив інфляційного таргетування на зростання реального доходу на душу населення в 22 розвинутих країнах і 33 країнах з економікою, що розвивається, протягом 1986–2004 років. Спостерігався позитивний вплив інфляційного таргетування на економічне зростання для обох визначених вибірок. По-перше, 23 із 55 держав запровадили інфляційне таргетування та забезпечили зміцнення інфляційного середовища, що знизило інфляційні очікування економічних агентів у середньостроковому періоді. Інфляційні очікування були найбільшою критичною проблемою для переважної більшості країн вибірки. По-друге, процес зниження інфляції мав суттєвий вплив на інвестиційну та торговельну діяльність і належав до факторів, що лежали в основі забезпечення сталого виробництва продукції [55].

Незважаючи на те, що інфляційне таргетування має незаперечні переваги для розвинутих економік, їх впровадження у випадку ринків, що розвиваються, може спричинити деякі суперечливі наслідки. Цей факт знайшов відображення в численних публікаціях, присвячених інфляційному таргетуванню. Б. Бернанке, Т. Лаубах, Ф. Мішкін і Ф. Позен перевірили міжнародний досвід різних монетарних режимів і оголосили чотири основні недоліки, пов'язані з інфляційним таргетуванням: 1) він був описаний як занадто жорсткий; 2) він інституційно дозволяв значну свободу дій у фінансовій політиці; 3) він міг викликати нестабільність виробництва; 4) прогнозований як фактор, що знижує економічний розвиток [40, с. 211]. Ф. Мишкін вказав на три інші недоліки вищезазначеного режиму. Загалом, інфляцію було важко регулювати, і інструменти монетарної політики значно відставали від результатів інфляції. Таким чином, у вибірці країн з

економікою, що розвивається, інфляційне таргетування асоціювалося зі слабкою підзвітністю центрального банку [50, с. 583].

Е. Ван дер Мерве стверджував про певні методологічні недоліки в таргетуванні, розглядаючи економіки, що розвиваються. Під час встановлення цілі було запропоновано критичну диференціацію між базовою інфляцією та загальним індексом споживчих цін, на які глибоко та безпосередньо впливають коливання облікових ставок центрального банку. Недоліки виникли внаслідок того факту, що вимірювання базової інфляції можна назвати неясним для розуміння громадськістю та менш надійним, ніж загальна інфляція [61, с. 114].

Що стосується країн з розвинутою економікою, С. Рейнард встановив деякі емпіричні залежності між динамікою монетарних змінних і подальшими цінами та обсягом виробництва. Таким чином, ефективна грошово-кредитна політика повинна бути зосереджена на цільовому показнику інфляції та грошових агрегатах одночасно. Монетарний аналіз може бути корисним; в проаналізованих країнах з розвинутою економікою систематично виникали деякі недоліки та невідповідності у моделюванні монетарної політики. Прагнучи підтримувати низьку інфляцію, центральний банк може серйозно обмежити економічну активність, знизивши зростання реального ВВП на душу населення. Ці заяви були зроблені щодо досвіду США, ЄС, Швейцарії. Таким чином, впровадження інфляційного таргетування в країнах з економікою, що розвивається, з їхньою крихкою інституційною структурою грошово-кредитної політики може спричинити ще більш значні дисбаланси у виробництві, ніж у розвинутих країнах [54, с. 1448].

Л. Свенссон детально дослідив практику таргетування в розвинутих країнах і країнах, що розвиваються, з 1990 по 2010 рік. Інфляційне таргетування було кращим режимом для регулювання інфляції та стабілізації індексів виробництва. Цей режим ніколи не був суворим, але завжди був гнучким: усі центральні банки, які таргетували інфляцію, мали на меті стабілізувати інфляцію навколо цілі та одночасно регулювати реальну економіку. Високий ступінь довіри громадськості

до політики центральних монетарних установ дозволив відповідним центральним банкам бути гнучкими в плані таргетування; цей факт також стабілізував продуктивні пропорції. Отже, розумна та послідовна грошово-кредитна політика повинна охоплювати не лише цільову інфляцію, але й інші змінні, такі як розрив виробництва [58, с. 116].

Тенденції останнього часу, які склалися в Україні, а саме, стрімке підвищення тарифів на послуги ЖКГ, спровокувало різке зростання цін, що відображає інфляцію витрат яка формується на немонетарній основі. Тому інфляційне таргетування НБУ не в змозі подолати інфляцію, і навіть навпаки при скороченні грошової маси може призвести до негативних наслідків для економіки, до її стагнації.

Інфляційне таргетування має комплекс позитивних впливів на економіку. До них можна віднести: зростання іміджу НБУ (за умови дотримання режиму таргетування); стабілізація курсу національної валюти по відношенню до іноземних валют; зниження інфляційних очікувань з боку населення і суб'єктів господарювання, що сприяє зменшенню інфляції попиту; зменшення економічних втрат, що виникають в наслідок інфляційних очікувань; зростання дієвості монетарної політики з точки зору її позитивного впливу на встановлення макроекономічної рівноваги [62].

Разом з тим на думку провідних фахівців з монетарних питань, з якими важко не погодитися, забезпечення стабільності грошової одиниці не може бути досягнуто лише інструментами монетарної політики. Грошова одиниця і її стабільність це загальноекономічна проблема, яка включає проблеми динаміки економічного розвитку [30, с. 174].

Основним інструментом інфляційного таргетування виступає облікова ставка НБУ – основний інструмент регулювання інфляції в Україні, який, теоретично, знижується для того, щоб прискорити зростання економіки та збільшити інфляцію в країні, та збільшується при потребі знизити рівень інфляції та інфляційні

очікування у населення. Саме збільшення облікової ставки допомагало НБУ стримувати інфляцію в найбільш нестабільні роки для економіки України.

Чим досконалішою є ринкова система, тим менші темпи інфляції (2-3%) здатні стимулювати економічне зростання. Слабка ринкова система, а особливо система що реформується, потребує для стимулювання економічних процесів більш високих темпів інфляції (10-13%). Прикладом може слугувати 2004–2006 роки – це були роки найвищих темпів економічного зростання в Україні при річній інфляції на рівні 10-12% [12, с. 20].

Змінюючи курси операцій з банками, ЦБ впливає на умови угод між банками на грошовому ринку, а отже, і на вартість короткострокових кредитних коштів. Завдяки механізмам руху капіталу між різними секторами фінансового ринку вартість короткострокових коштів впливає на процентну ставку банків за кредитно-депозитними операціями з підприємствами та населенням, курс гривні, а також ціну гроші. інші фінансові активи.

Коригуючи облікову ставку, центробанк впливає на рівень короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку грошово-кредитних операцій, які, у свою чергу, є індикаторами зміни процентних ставок банків за кредитами та депозитами та процентних ставок за іншими фінансовими активами, наприклад державні цінні папери. У свою чергу, на вартість як гривневих, так і валютних кредитів і депозитів впливають споживчі та інвестиційні рішення домогосподарств і підприємств, а це безпосередньо впливає на інфляцію. Тому центральний банк активно використовує такий елемент інфляційного таргетування, як інфляційні очікування. Саме максимально прозоре та прозоре прийняття рішень для населення, яке послідовно відповідає заявленим цілям та інфляційним цілям, сприяє підвищенню ефективності трансмісійного механізму. Тому рівень впливу зміни облікової ставки на ринкові кредитні та депозитні ставки та швидкість такої реакції відображають ефективність трансмісійного механізму [8, с. 428].

Врешті-решт, за допомогою зміни процентної ставки центральний банк опосередковано впливає на такі макроекономічні показники, як ВВП та інфляція. Такий механізм носить назву механізму монетарної трансмісії.

Дослідження особливостей впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні здійснюється за допомогою кореляційно-регресійного аналізу. В якості залежної змінної було обрано темп інфляції в Україні, а незалежними змінними в багатофакторній моделі було обрано такі показники, як частка випущених ОВДП у власності НБУ, рівень середньорічної облікової ставки НБУ, темп девальвації гривні відносно долара США, сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ. Ці показники в комплексі дозволять оцінити, наскільки дієвими є заходи НБУ з інфляційного таргетування в Україні.

Нами був сформований алгоритм проведення емпіричного дослідження, який наведено на рис. 2.1.

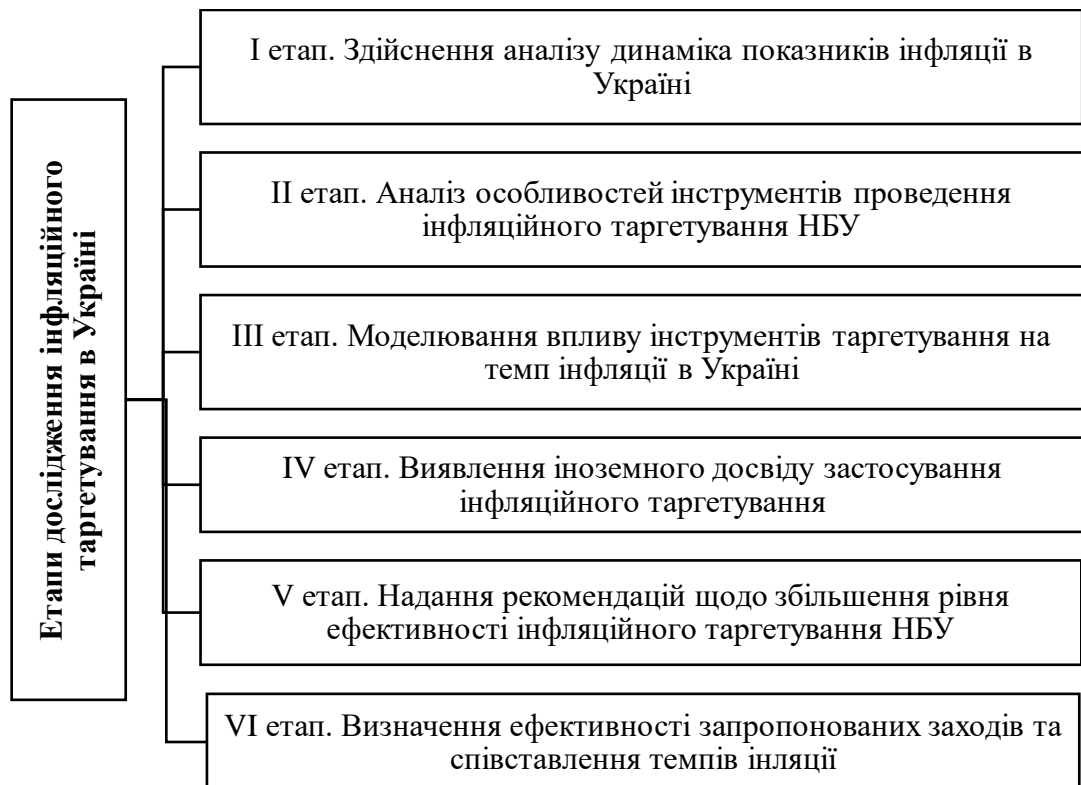


Рисунок 2.1 – Основні етапи наукового дослідження інфляційного таргетування в Україні

Один з найважливіших методів, який нами був використаний – це кореляційно регресійний аналіз, який є «поширеним методом стохастичного моделювання, який використовують для дослідження форми зв'язку між випадковими величинами досліджуваного процесу. Даний аналіз відрізняється від інших методів дослідження моделі тим, що він вивчає взаємозв'язки всіх показників процесу, зважаючи на вплив сторонніх, випадкових факторів. У соціально-економічному прогнозуванні цей метод застосовують для побудови умовних прогнозів» [36]. Методи кореляційного та регресійного аналізу використовуються в комплексі. За допомогою кореляційного аналізу вимірюють тісноту зв'язку між змінними, що варіюють, і виявляють фактори, що здійснюють найбільший вплив на результативну ознаку.

Кореляційний аналіз – це аналіз статистичного взаємозв'язку двох або кількох випадкових величин (або величин, які можна з деяким допустимим ступенем точності вважати такими). При цьому зміни однієї або декількох з цих величин призводять до систематичної зміни іншої або інших величин. Математичною мірою кореляції двох випадкових величин є коефіцієнт кореляції [28].

При використанні кореляційного аналізу намагаються встановити, чи існує якийсь зв'язок між показниками випадкової вибірки (наприклад, між прибутком та обсягом продажів) або між різними вибірками (наприклад, при дослідженні кількох підприємств). Якщо цей зв'язок існує, то супроводжується збільшення одного показника зростанням (позитивна кореляція) або зменшенням (негативна кореляція) іншого.

Оскільки взаємозв'язок економічних змінних часто близький до лінійного, то головним завданням кореляційного аналізу є перевірка наявності лінійного зв'язку між змінними та перевірка його значущості. Однак при цьому слід пам'ятати, що

кореляційний аналіз не виявляє залежних (ендогенних) та незалежних (екзогенних) змінних та не оцінює формулу їхнього зв'язку.

Економетричний аналіз був обраний нами для дослідження кількісної міри впливу факторів на темпи інфляції в Україні. Саме цей метод моделювання дозволяє визначити окремо вплив кожного з факторів на результативну ознаку – темп інфляції в Україні.

Регресійний аналіз призначений для вибору форми зв'язку та типу моделі для визначення розрахункових значень залежної змінної (результативної ознаки).

Для визначення сили впливу використовується коефіцієнт детермінації моделі, який показує, яка частка дисперсії залежної змінної пояснюється регресійним рівнянням.

«Тест Фішера (Fisher test) дозволяє перевірити статистичну незначущість регресії в цілому, тобто встановити, чи рівні коефіцієнти одночасно при всіх регресорах нулю на заданому рівні значимості. Якщо коефіцієнти регресії визнаються рівними нулю, то регресія вважається незначною. Регресія значуща, якщо коефіцієнт хоча б за одного регресора відмінний від нуля» [7].

Ці показники визначаються за допомогою Microsoft Excel, за допомогою функції LINEAR, що дозволяє оцінити окремо силу впливу кожного з факторів на результативну ознаку. В результаті буде сформульоване рівняння регресії, яке матиме вигляд [7]:

$$y = a + bx_1 + cx_2 + dx_3 + ex_4, \quad (2.1)$$

Де y – результативна ознака, x_1, x_2, x_3, x_4 – коефіцієнти, які характеризують показники факторних ознак в моделі, a, b, c, d, e – коефіцієнти ступеня нахилу факторних ознак.

Завдяки визначенню сили впливу кожного з факторів на результативну ознаку (темп інфляції) буде визначено, з якою силою та в якому напрямку впливатиме на практиці в Україні кожен з факторів.

На заключних етапах дослідження буде також застосований метод експертних оцінок, за допомогою якого буде визначено основні умови застосування різних заходів для покращення ситуації з інфляційним таргетуванням в Україні. Цей метод є ефективним, оскільки дозволяє визначити умови застосування того чи іншого заходу саме для економіки України, а також визначити, як саме це вплине на інфляційне таргетування та фактори, які на нього впливають.

На заключних етапах дослідження застосовується метод експертних оцінок, за допомогою якого визначено основні умови застосування різних заходів для покращення ситуації з інфляційним таргетуванням в Україні. Цей метод є ефективним, оскільки дозволяє визначити умови застосування того чи іншого заходу саме для економіки України, а також визначити, як саме це вплине на темп інфляції та фактори, які на нього впливають. Для аналізу досвіду інших країн було обрано метод порівняння, разом з нормативним методом, щоб визначити, яка ситуація з темпами інфляції під час інфляційного таргетування є нормативною, і яка склалася на певний момент часу. Прогнозний метод був використаний для того, щоб розрахувати прогнозну ефективність запропонованих заходів, які дозволять знизити темп інфляції в Україні та, відповідно, підвищити ефективність інфляційного таргетування НБУ.

3. ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ ПРОВЕДЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ НБУ

3.1. Динаміка показників інфляції в Україні

Інфляція в Україні традиційно є важливою макроекономічною проблемою, оскільки вона часто набуває високих значень, що частіше за все шкодить економіці України. Це можна стверджувати, аналізуючи динаміку основного інфляційного показника – темпу інфляції до попереднього року протягом 2005-2021 рр. Динаміка наведена на рис. 3.1.

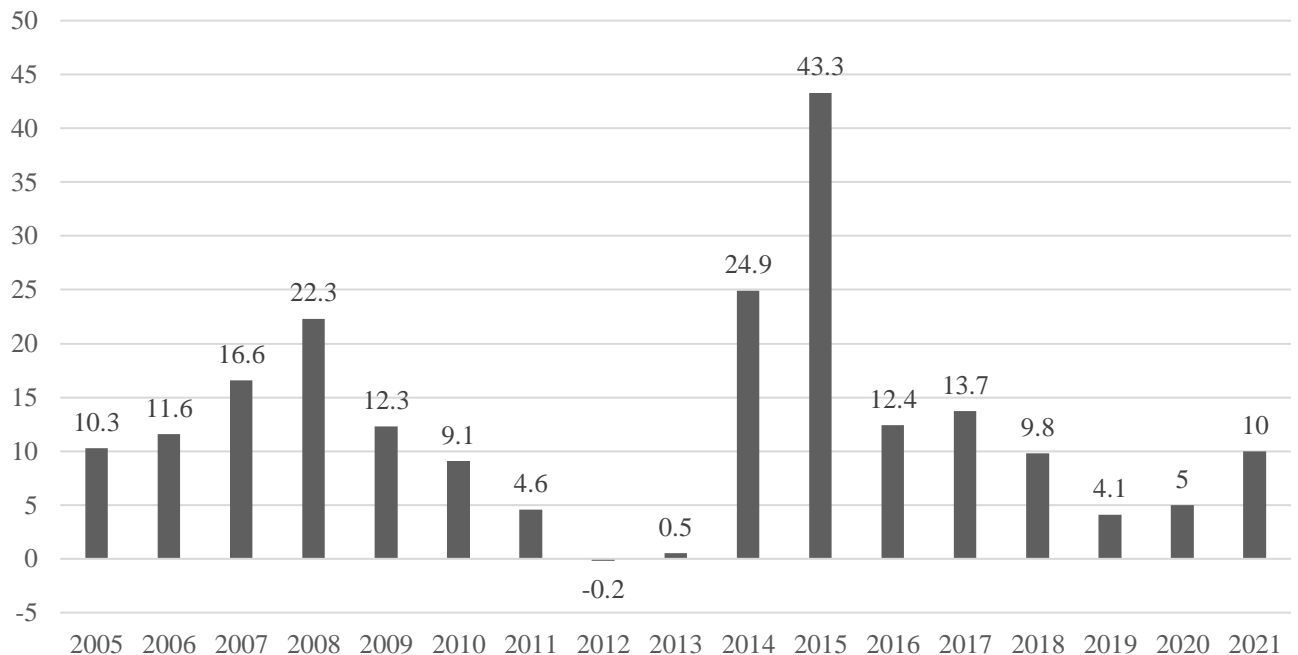


Рисунок 3.1 – Динаміка темпів інфляції в Україні протягом 2005-2021 рр., %

Джерело: складено автором за [24]

Можна побачити, що особливо суттєво інфляція залежала від макроекономічних коливань в економічній системі України. В 2000-х роках більше спостерігалася інфляція попиту, оскільки при цьому відбувалося зростання реального ВВП України, а також реальних доходів українців, що відображене на рис. 3.2.

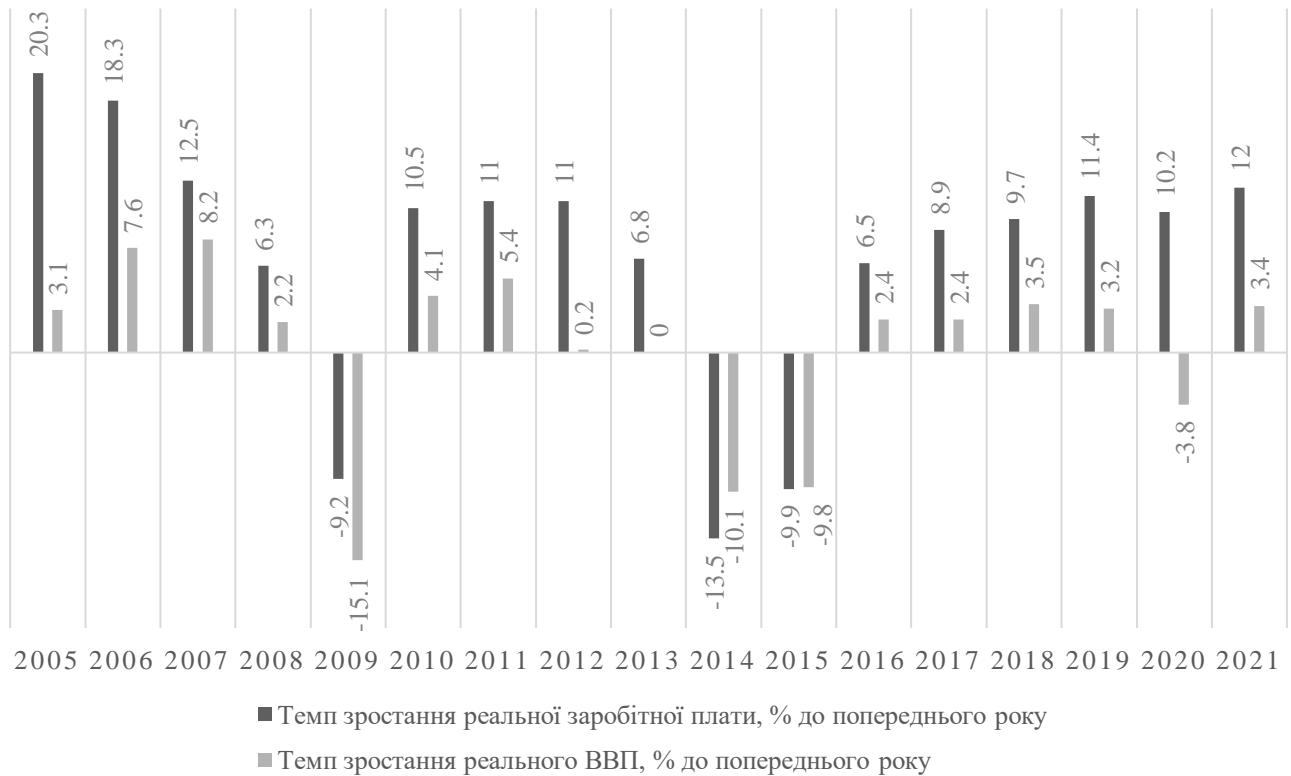


Рисунок 3.2 – Динаміка темпів зростання реальної заробітної плати та зростання реального ВВП України протягом 2005-2021 рр., % до попереднього року

Джерело: складено автором за [24]

Під час криз 2008-2009 рр. та 2014-2015 рр. знизились реальні доходи населення, скоротилося виробництво внаслідок втрати контролю над тимчасово окупованими територіями на Сході України та АР Крим.

Відбулася деіндустріалізація економіки України, а також девальвація гривні майже втричі (рис. 3.3), що стало причиною інфляційного шоку протягом 2014-2015 рр., а темпи інфляції нижче 10% стали досяжними лише в 2018 р.

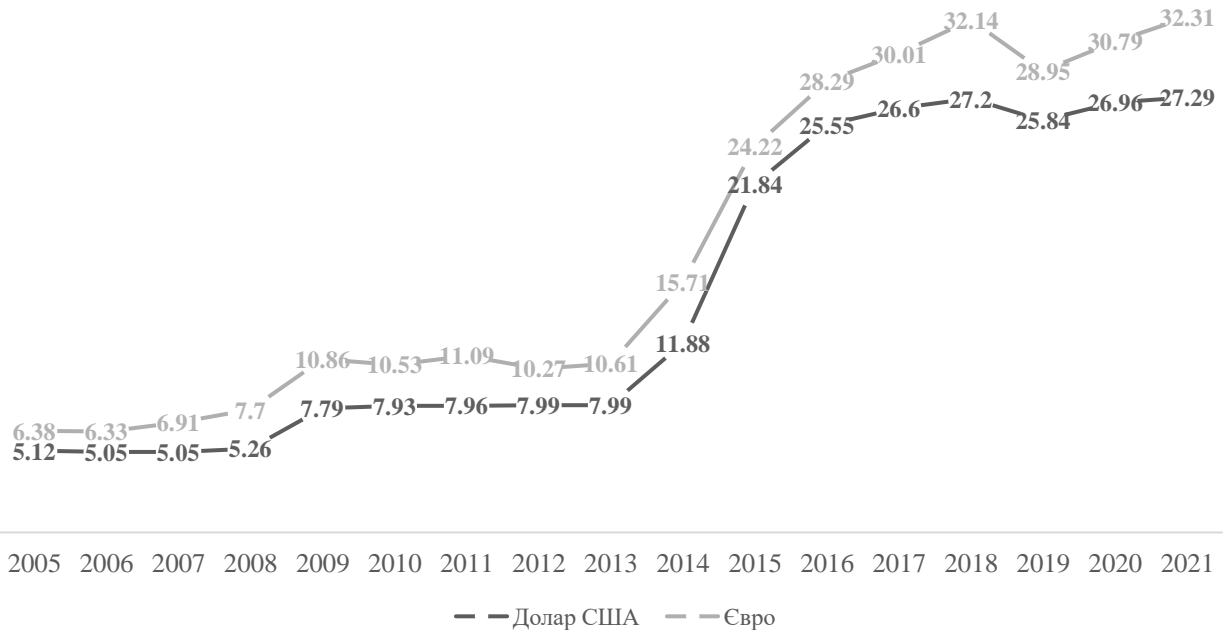


Рисунок 3.3 – Динаміка середньозваженого курсу гривні відносно долара США та євро, грн за одиницю

Джерело: складено автором за [24]

Валютний курс був також нестабільним протягом наведеного періоду, оскільки в Україні велика частка імпортованих товарів на більшості ринків. Особливо це характерно для паливного ринку, ринку побутової хімії, високоточної техніки, продукції машинобудування та інших ринків товарів, які є вкрай важливими для економічної стабільності України.

У зв'язку з військовим вторгненням РФ на територію України, станом на листопад 2022 р. офіційний курс НБУ гривні до долара США склав 36,5686 грн за долар, НБУ повернувся до режиму фіксованого ціноутворення на ринку валюти. До цього, з 24 лютого 2022 був встановлений курс на рівні 29,25 грн за долар США.

Девальвація гривні виступає одним з найбільш важливих факторів, внаслідок яких спостерігається в кризові роки інфляція в Україні. Так само можна сказати і про період війни в Україні, оскільки девальвація офіційного курсу гривні на 25% – до 36,5686 грн/дол – чинитиме обмежений на 2-3 процентних пункти (п.п.) тиск на

споживчі ціни, оскільки її вплив на подорожчання імпортованих товарів буде неповним, заявив заступник голови Нацбанку Сергій Ніколайчук [21].

За його словами, у споживчому кошику на імпортовані товари припадає майже третина, проте їх подорожчання за нового офіційного курсу буде згладжено частково за рахунок скорочення маржі імпортерів, частково – за рахунок вже закладених очікувань девальвації та частково – за рахунок імпорту за готівкову валюту, курс якої вже був на рівні нинішнього офіційного. С. Ніколайчук уточнив, що із цих 2-3 додаткових п.п. інфляції на подорожчання пального припадає 0,6-0,8 п.п. [21].

У 2014–2015 роках Україна пережила одразу три важкі кризи: економічна, яка була спричинена анексією Криму та війною на Донбасі; валютна, оскільки від фіксованого обмінного курсу довелося відмовитись в умовах погіршення балансу зовнішньої торгівлі та наростання бюджетного дефіциту та банківська, оскільки олігархічна система банкінгу призвела до збільшення простроченої заборгованості та панічного відпливу депозитів. Усі три кризи посилювали одна одну.

У 2014-2015 рр. багато українців серйозно постраждали від девальвації через значну частку імпортованих товарів у споживчому кошику та високу доларизацію кредитів. Девальвація була неминучою, а потім плаваючий обмінний курс. Проте поки важко було пояснити, чому фіксований курс 8 гривень за долар – це погано, а плаваючий курс 24-28 гривень за долар – добре. Девальваційні та інфляційні очікування українців залишалися протягом довгого періоду досить високими [17].

Проблема також полягає в тому, що експортними товарами України є товари з нижчим рівнем доданої вартості (в основному, аграрна сировина, продукти харчування та метали), що спричиняє від’ємний обсяг зовнішньоторгівельного балансу (рис. 3.4).

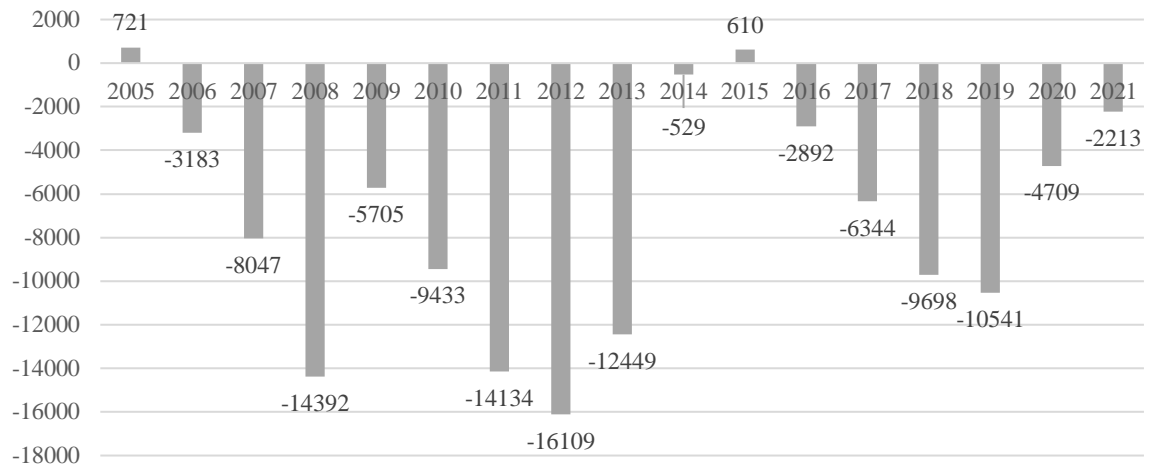


Рисунок 3.4 – Динаміка балансу зовнішньоторгівельних операцій України протягом 2005-2021 рр., млн дол США

Джерело: складено автором за [24]

Суттєвою причиною стримування інфляції було покриття дефіциту зовнішньоторгівельних операцій за рахунок золотовалютних резервів України, оскільки в часи стабільної та невисокої інфляції, протягом 2010-2013 рр., зовнішньоторгівельний баланс України був на рівні суттєвого дефіциту, 10 млрд дол США та вище. Девальвація гривні, зниження витрат золотовалютних резервів внаслідок їх фактичного спустошення (рис. 3.5) призвели також до суттєвої інфляції в Україні.

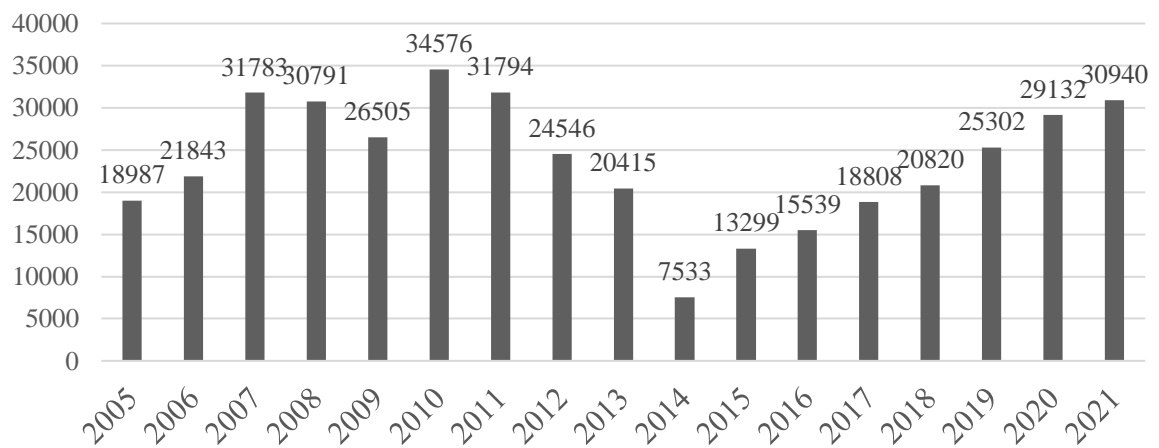


Рисунок 3.5 – Динаміка золотовалютних резервів НБУ на кінець року, млн грн

Джерело: складено автором за [24]

Також до 2014 року в Україні був фіксований валютний курс, недоліком якого було вичерпання золотовалютних резервів України, але інфляцію вдавалося стримувати на нижчому рівні.

Також проаналізуємо, в скільки разів з 2010 р. збільшилися ціни на основні категорії товарів та послуг. Дані наведені в табл. 3.1.

Таблиця 3.1 – Динаміка темпі інфляції за категоріями товарів та послуг в Україні за 2010-2021 рр., % до попереднього року

Категорія товарів та послуг	Продукти харчування та безалкогольні напої	Одяг і взуття	Житло, вода, електроенергія, газ та інші види палива	Транспорт	Освіта	Охорона здоров'я	Предмети домашнього вжитку, побутова техніка та поточне утримання житла	Зв'язок	Відпочинок і культура
2010	10,5	4,8	13,6	8,3	14,8	5,2	2,8	-0,6	2,4
2011	2,5	3,2	11,9	24,5	3,6	8,7	3,9	3,8	4,6
2012	-2	-4,6	-3	3	6	2,8	2	1,2	0,2
2013	0,1	-0,1	-1,1	-1,6	1,2	4,3	0,8	1	1,1
2014	23,7	23,7	48,6	39,5	8,1	33,4	26	2,2	22,1
2015	42,9	35,5	81,1	21,7	29,6	30,8	37,5	6,6	34,2
2016	3,7	8	47,8	15,6	13,4	11,4	0,8	5,6	7,2
2017	18,6	3,9	13,4	13,1	12,2	7,9	4	13,4	5,4
2018	6,3	4,6	7,7	14,1	11,4	9,1	7,1	17,8	3,1
2019	5,5	1,5	-6,1	-6,9	18	4,5	1,1	16,7	-0,8
2020	5	-7,3	14,3	1,2	7,4	6	1,3	2,4	2,4
2021	13,2	-7,4	15,3	13,6	6,9	6,5	3,2	8,1	5,1
Збільшення цін, всього з 2010 р., разів	3,22	1,77	7,33	3,70	3,43	3,31	2,26	2,09	2,21

Джерело: складено автором за [24]

Можна побачити, що найбільше ціни збільшилися на житло, воду, електроенергію, газ та інші види палива (в 7,33 разів), багато в чому через те, що тарифи на опалення, газ були приведені до ринкових в 2014-2015 рр. Ціни на

продукти харчування зросли в 3,22 рази, на транспорт – в 3,7 разів, найменше зростання відбулося за категорією одяг та взуття, ціни зросли в 1,77 разів.

Повномасштабна війна РФ проти України розпалює інфляцію та позбавляє українців повноцінного доходу. Згідно з останнім інфляційним звітом Національного банку, у 2022 році рівень реальної зарплати в Україні знизиться на чверть. Зараз знайти нову роботу складніше: кількість шукачів перевищує кількість вакансій, а роботодавці не можуть дозволити собі пропонувати високі зарплати.

«Цього року інфляція сягне близько 30 відсотків, але в наступні роки, за умови зниження ризиків безпеки та проведення скоординованої монетарної та фіскальної політики, має знизитися», – прогнозують у Нацбанку. – Однак, враховуючи виклики війни та багаторічні інфляційні рекорди в багатьох країнах світу, такі темпи зростання цін можна вважати більш помірними» [1].

Крім того, як зазначається у звіті Нацбанку, економіка України зараз відновлюється після глибокої рецесії на початку війни. Зокрема, завдяки подальшому звільненню українських земель, роботі «зернового коридору» та адаптації бізнесу до нових умов економічна активність поступово відновлюється. У прогнозі Нацбанку основним припущенням є суттєве зниження безпекових ризиків у середині 2023 року. Якщо цього не станеться, економічне відновлення України відбуватиметься повільніше, а інфляція буде вищою, ніж зараз прогнозується [1]. На рис. 3.6 наведені темпи інфляції в Україні за 2022 р. (до жовтня включно).

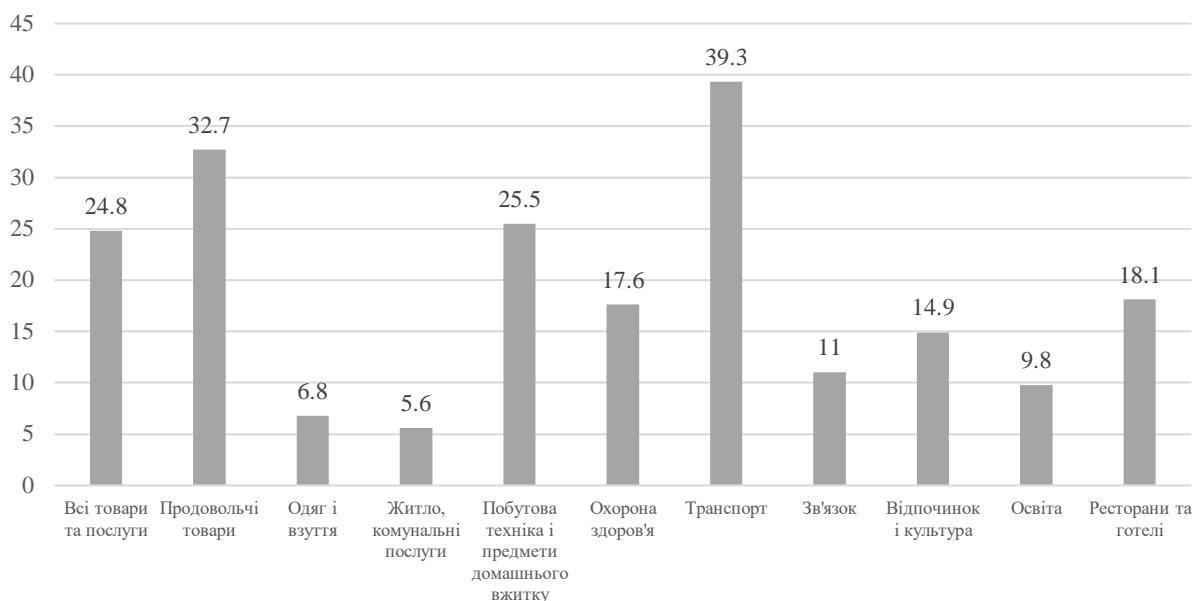


Рисунок 3.6 – Темпи інфляції в Україні за категоріями товарів та послуг за 2022 р. (жовтень 2022 до грудня 2021 р.), %

Джерело: складено автором за [24]

Можна побачити, що найбільше подорожчали з початку 2022 р. продовольчі товари, транспорт та побутова техніка і предмети домашнього вжитку. Проблема полягає в тому, що в Україні частка витрат на продовольчі товари та житлово-комунальні послуги є високою, в багатьох домогосподарств вона перевищує 50% всіх доходів, а загальний індекс інфляції в Україні не демонструє реальної картини з загальним падінням реальних доходів населення. При цьому, всі бюджетні та макроекономічні показники рахуються виходячи з офіційного рівня інфляції. Але, зважаючи на питому вагу витрат на найбільш стрімко зростаючі товари та послуги, можна сказати, що реальна інфляція в Україні протягом більшості років є вищою, аніж номінальна.

Таким чином, було визначено, що інфляція в Україні має скоріше руйнівний характер для національної економіки, аніж конструктивний, оскільки знецінення національної валюти спричиняє падіння реальних доходів населення, зниження можливостей виробляти більше товарів та послуг, перехід працівників до інших

сфер, де ціни зростають більш стрімко, а також до зниження довіри населення до національної валюти. Факторами зростання інфляції є нестабільність курсу іноземної валюти в Україні, постійний дефіцит зовнішньоторгівельного балансу, зниження обсягів золотовалютних резервів для підтримки цінової та курсової стабільності, а також зростання світових цін на основні імпортні товари, які закуповує Україна (енергоносії, продукцію машинобудування тощо).

3.2. Інструменти проведення інфляційного таргетування НБУ

Зростання темпів інфляції приводить до суттєвого зменшення рівня реальних доходів громадян, до підвищених фінансових ризиків та невизначеності умов інвестиційної діяльності. Економічне зростання будь-якої країни можливе лише за умови стабільного низького рівня інфляції, тому забезпечення цінової стабільності є пріоритетним завданням кожного центрального банку. Різке зростання рівня інфляції впродовж останніх років в Україні стало поштовхом до впровадження однієї із дієвих стратегій грошово-кредитної (монетарної) політики – інфляційного таргетування, метою якого є оптимізація рівня інфляції в країні [8, с. 429].

В Україні до застосування режиму інфляційного таргетування НБУ перейшов на початку 2016 р. До цього тривала підготовча робота, яка складалася з таких етапів, як:

1) етап 1 «Створення технічних передумов» – до 2015 р.:

- початок реформування НБУ;
- побудова макроекономічних моделей;
- квартальний прогностичний цикл;

2) етап 2 «Створення інституційних передумов» – I півріччя 2015 р.:

- зміни у процесі прийняття рішень щодо монетарної політики;
- робота комітету з монетарної політики;
- публікація інфляційного звіту;
- розроблення проекту «Стратегії монетарної політики на 2016-2020 рр.»;

3) етап 3 «Впровадження режиму інфляційного таргетування» – 2015-2016 рр.:

- проведення монетарної політики, спрямованої на цінову стабільність;
- прийняття рішень згідно з оголошеним графіком;
- розвиток системних комунікацій з монетарної політики;
- нові операційні засади управління ринковими процентними ставками;
- узгодження параметрів інфляційного таргетування з Міжнародним валютним фондом [24].

17 березня 2016 р. НБУ оприлюднив Дорожню карту з переходу до інфляційного таргетування, яка розрахована на подальші 12-18 місяців. У документі визначається план дій щодо реалізації стратегії монетарної політики на 2016-2020 рр. Стратегією НБУ є досягнення відповідного рівня інфляції:

- 1) на кінець 2016 р. – 12% із можливістю відхилення +/-3%;
- 2) на кінець 2017 р. – 8% із можливістю відхилення +/-2%;
- 3) на кінець 2018 р. – 6% із можливістю відхилення +/-2%;
- 4) на кінець 2019 р. – 5% із можливістю відхилення +/-1% [5].

Закладений показник на 2016 р. підтвердився, оскільки, за підрахунками НБУ, рівень інфляції на кінець 2016 р. становив 15%. НБУ передбачено основні напрями подальших дій для створення умов успішного функціонування режиму інфляційного таргетування на 12-18 місяців, такі як:

- забезпечення ефективної координації з відомствами, від яких залежить ефективність режиму інфляційного таргетування (інституційна спроможність);
- прийняття ефективних рішень із монетарної політики (поглиблення аналітичної підтримки прийняття рішень);
- підвищення обізнаності та розуміння громадськістю монетарної політики НБУ (комунікація та прозорість);
- поглиблення механізму монетарної трансмісії та вдосконалення роботи ринку (розвиток монетарних інструментів та фінансового сектору) [24].

За час використання інфляційного таргетування в Україні, станом на середину 2021 р. середній рівень інфляційної цілі становив майже 7%, а середня інфляція – 9%. Незважаючи на те, що середня інфляція після запровадження інфляційного таргетування не змінилася, її волатильність знизилася майже вдвічі. Стандартне відхилення інфляції зменшилося із 7.3 в. п. до 4.2 в. п., що свідчить про дієвість режиму інфляційного таргетування в досягненні цінової стабільності, якщо не брати період після початку повномасштабного російського вторгнення [33].

Також спостерігалось зниження вразливості економіки до зовнішніх і внутрішніх впливів. Завдяки діям «автоматичних» стабілізаторів (гнучких валютних курсів) та цілеспрямованій монетарній політиці економіка України під час кризи, спричиненої пандемією COVID-19 – відсутності швидкої та неконтрольованої девальвації гривні, відпливу депозитів з боку банківської системи; Падіння в Україні було нижчим, ніж у більшості країн, що розвиваються.

Крім того, «зменшилися ставки по кредитах для агропідприємств. Після переходу до циклу пом'якшення монетарної політики (з кінця 2019 року) середньозважені гривневі ставки за новими кредитами суб'єктам господарювання чи не вперше в монетарній історії України впали до однозначного рівня: з 20% в середині 2019 року до 9,6% до червня 2021 року» [33].

Важливий інструмент, який дозволяє знижувати темпи інфляції в Україні, – це показник норми обов'язкового резервування. З 10 лютого 2022 року:

- норматив формування банками обов'язкових резервів у національній валюті за коштами на вимогу збільшиться з 0% до 2%, але за строковими коштами – залишиться на рівні 0%;
- норматив формування банками обов'язкових резервів в іноземній валюті – збільшиться з 10% до 12%.

Як зазначається в НБУ, «підвищення вимог до обов'язкового резервування насамперед спрямоване на посилення процентного каналу монетарної трансмісії шляхом управління структурним профіцитом ліквідності в банківській системі й

загалом на послаблення інфляційного тиску. Крім того, це сприятиме зростанню обсягів строкових залучень банків за одночасного збереження ролі обов'язкового резервування у стимулюванні дедоларизації економіки України» [18].

Облікова ставка НБУ – монетарний інструмент, за яким НБУ встановлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових ресурсів. Із 21.10.2022 розмір облікової ставки НБУ залишиться на рівні 25% річних через широкомасштабну збройну агресію росії.

Розмір облікової ставки НБУ змінювався залежно від того, наскільки суттєвою була інфляційна загроза для економіки України. На рис. 3.7 наведена динаміка облікової ставки НБУ.

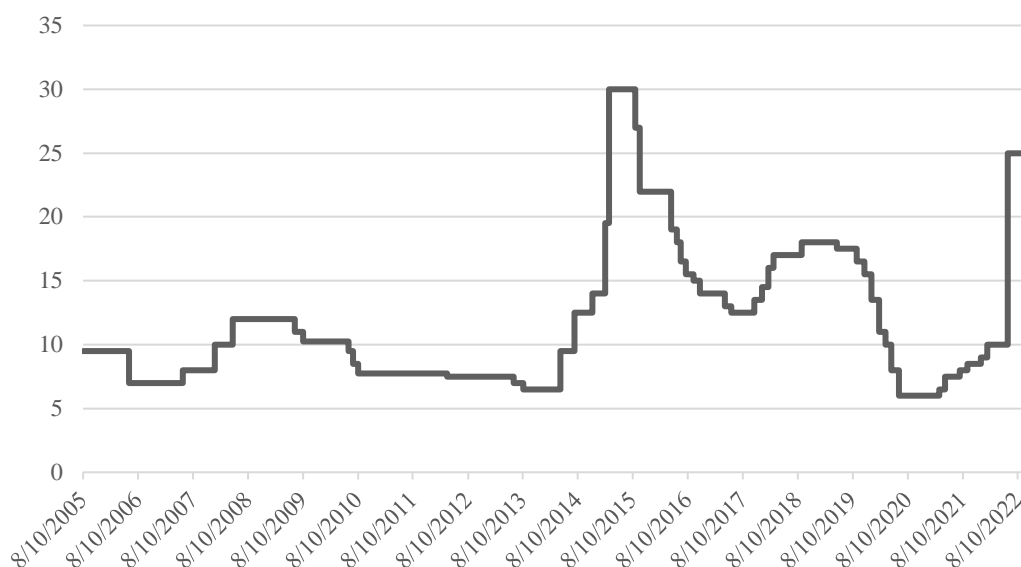


Рисунок 3.7 – Динаміка облікової ставки НБУ протягом 2005-2022 рр., %

Джерело: складено автором за [24]

Помітно, що в умовах кризи облікова ставка скорочувалася поступово (з середини 2009 р.), по мірі зменшення темпу інфляції. На жаль, кризові процеси в Україні, як правило, супроводжуються інфляцією, тобто має місце стагфляція, що значно ускладнює задачу НБУ. Так, на початку 2015 р. для стримання інфляційних та девальваційних очікувань НБУ був змушений підняти облікову ставку до 30%, незважаючи на падіння ВВП. Подальше зменшення облікової ставки в ході

проведення політики дешевих грошей все одно залишало кредитні ресурси доволі дорогими, щоб сприяти економічному зростанню. З кінця 2017 р. облікову ставку знову підвищили – НБУ вбачав в інфляції більшу небезпеку.

Тільки з квітня 2019 р. ставка почала поступово знижуватися. Найнижчий рівень облікової ставки було встановлено в 2020 р. в розмірі 6%, НБУ на той час поставив ціль поживавити економічне зростання, оскільки почалася пандемія COVID-19, що негативно вплинуло на рівень зайнятості та економічну активність. Крім того, були впроваджені пільгові кредити за програмою «Доступні кредити 5-7-9%» для пом'якшення наслідків пандемійної кризи, а також поживавлення економічної активності підприємців. Але вже 4 березня 2021 р. НБУ був змушений підвищити облікову ставку до 6,5%. Це стало реакцією на прискорення інфляції і переходом до політики дорогих грошей [20].

В 2021 р. економіка почала відновлюватися, а інфляція зростати, проте це була саме інфляція попиту, яка супроводжувалася зростанням реальних доходів громадян. В 2022 р. була встановлена облікова ставка на рівні 25%, метою цього заходу було стримування інфляції, яка пришвидшилася внаслідок військового вторгнення РФ. Проте, у воєнних умовах складно говорити про продовження інфляційного таргетування, оскільки видатки державного бюджету різко зростають, а реальні доходи знижуються, що вимагає від уряду посилювати випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), які часто викуповує НБУ. Це фактично є додатковою емісією гривні, але це є вимушеним і тимчасовим кроком задля забезпечення виконання державою своїх зобов'язань.

Рада Національного банку України 15 квітня ухвалила Основні засади грошово-кредитної політики на період воєнного стану (далі – Основні засади ГКП), що діятимуть до нормалізації функціонування економіки та фінансової системи [24].

НБУ зобов'язується повернутися до режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи.

З метою збереження фінансової стабільності в Україні Національний банк вимушено зафіксував обмінний курс та запровадив низку адміністративних обмежень, зокрема на валютні операції та рух капіталу. З огляду на це, а також ураховуючи високий рівень невизначеності ринкові інструменти мають обмежений вплив на функціонування грошового та валютного ринків. Отже, НБУ тимчасово відклав ухвалення рішень щодо облікової ставки [20].

У міру відновлення здатності валютного ринку до самобалансування Національний банк і далі послаблюватиме валютні та капітальні обмеження та поступово повернеться до плаваючого курсоутворення. Важлива передумова для цього – відчутне зростання обсягів пропозиції валюти, зокрема з боку експортерів в умовах пожвавлення виробництва та відновлення транспортної логістики. Поступова відмова від фіксованого курсу та послаблення обмежень дадуть змогу уникнути накопичення значних макроекономічних дисбалансів. Зниження невизначеності та посилення дієвості каналів монетарної трансмісії дозволять центробанку повернутися до традиційного режиму інфляційного таргетування. НБУ відновить прогностичний цикл та повернеться до застосування ключової ставки як основного монетарного інструменту для зниження інфляції до цілі НБУ 5% та утримання під контролем інфляційних очікувань.

Тетяна Богдан, доктор економічних наук, директор з досліджень Grawford Institute, зазначила, що для досягнення адекватного ефекту проти інфляції та девальвації підвищення курсу має призвести до прив'язки надлишку гривні до гривні. перешкоджає надходженню призначених активів і вільних коштів на валютний ринок [29].

Проте з моменту підвищення облікової ставки гривневі строкові вклади фізичних осіб у банках не сильно змінилися, а вкладення комерційних кредиторів у

гривневі ОВДП зменшилися на 70 млрд грн. Процентна ставка за гривневими строковими вкладками фізичних осіб у банках за цей же період зросла менше ніж на 30% від приросту облікової ставки Нацбанку. А рівень облікової ставки в кілька разів перевищував середню ставку за строковими вкладками в банках.

Водночас вільна гривня надходила на валютний ринок нормальними темпами. Причому збільшення розрахункового показника в 2,5 рази на цей процес не вплинуло. Так, якщо за чотири місяці після підвищення курсу (червень-вересень 2022 р.) готівкова валюта в позабанківському обігу, за даними Нацбанку, зросла на 4,0 млрд доларів США, то за останні чотири місяці війни (лютий-травень 2022 р.) зростання валюти ж становило 4,05 млрд дол. Крім того, уникнути девальваційної спіралі вдалося завдяки режиму стабільного обмінного курсу та його підтримці зовнішніми вливаннями, а не завдяки підвищенню курсу. З початку війни сума зовнішніх позик і дотацій до державного бюджету перевищила 25 млрд доларів США [29].

Крім того, Національний банк України сприяє розвитку ефективного ринку віртуальних активів, зокрема, шляхом розробки чіткої та зрозумілої системи державного регулювання. Водночас НБУ докладатиме всіх зусиль, щоб не допустити звуження сфери використання гривні в платіжних операціях, а також не допустити створення можливостей для невиконання вимог чинного державного регулювання, контролю та моніторингу. . операції з віртуальними активами [20].

Олександр Фарина (Національний банк України) також зазначив, що підвищення ефективності центробанку зазвичай пов'язане з тривалістю запровадження режиму інфляційного таргетування: чим довше, тим ефективніше. Водночас він зазначив, що найважливішими елементами підвищення ефективності монетарної політики є її послідовність і відкритість, а також незалежність центрального банку в умовах політичної стабільності та верховенства права [7].

Отже, інфляційне таргетування в Україні почало застосовуватися після суттєвої девальвації гривні внаслідок втрати контролю над частиною територій,

закриттям великої кількості банків, це все сприяло посиленню інфляційного тиску, а тому, вимагалися заходи щодо приборкання інфляції в Україні, інфляційне таргетування стало фактично заходом для порятунку від подальшого руйнівного зростання цін в Україні. Політика інфляційного таргетування дещо була призупинена внаслідок початку повномасштабної агресії з боку росії, проте НБУ запевняє щодо продовження проведення даної політики після стабілізації ситуації та завершення воєнного стану.

3.3. Кореляційно-регресійна модель впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні

Для того, щоб здійснити аналіз впливу показників регулювання грошово-кредитної політики України на темп інфляції, було обрано такі факторні показники:

x_1 – частка випущених ОВДП у власності НБУ, % від загальної суми;

x_2 – рівень середньорічної облікової ставки НБУ, %;

x_3 – темп девальвації гривні відносно долара США, % до попереднього року;

x_4 – сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ, еквівалент млн дол США.

Обґрунтування вибору цих показників пояснюється таким чином. Частка випущених ОВДП у власності НБУ показує, наскільки інтенсивно НБУ здійснює політику інфляційного таргетування в плані купівлі ОВДП в банків та Міністерства фінансів України, збільшення цього показника свідчить про збільшення грошової маси в економіці. Рівень середньорічної облікової ставки НБУ свідчить про те, наскільки НБУ проводив жорстку монетарну політику, сприяв звуженню або розширенню кредитної спроможності банків. Темп девальвації гривні відносно долара США свідчить про те, наскільки сильно гривня знецінюється відносно іноземних резервних валют, і включення показника до моделі зумовлюється тим, що в Україні суттєвий вплив на інфляцію здійснює саме подорожчання імпортованих товарів, зумовлених девальвацією гривні. Те ж саме можна сказати і про сальдо

здійснених валютних інтервенцій НБУ, оскільки передбачається, що чим більше НБУ продає валюти на міжбанківському ринку, тим більший ажіотаж з боку тих самих банків та, відповідно, населення, збільшується попит на валюту, що посилює інфляційні тенденції в економіці України.

В табл. 3.2 наведена динаміка цих показників за 2005-2021 рр.

Таблиця 3.2 – Динаміка показників моделювання впливу на темп інфляції в Україні протягом 2005-2021 рр.

Рік	Темп інфляції, %	Частка випущених ОВДП у власності НБУ, % від загальної суми	Рівень середньорічної облікової ставки НБУ, %;	Темп девальвації гривні відносно долара США, % до попереднього року	Сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ, еквівалент млн дол США
2005	10,3	32,1	9,35	3,64	5838
2006	11,6	33	9,22	-1,37	1037
2007	16,6	35,2	8,25	0	5682
2008	22,3	30,5	11,1	4,16	-3928
2009	12,3	53,7	11,3	48,1	-10430
2010	9,1	46,6	9,1	1,8	1692
2011	4,6	53,4	7,75	0,38	-3704
2012	-0,2	56,7	7,6	0,38	-7498
2013	0,5	58,3	7,13	0	-3146
2014	24,9	69,5	9,55	48,69	-12265
2015	43,3	77,2	24,25	83,84	-157
2016	12,4	57,2	17,2	16,99	1552
2017	13,7	48,2	13,35	4,11	1262
2018	9,8	46,1	15,75	2,26	1372
2019	4,1	40,7	16,2	-5	7933
2020	5	32,5	8,85	4,33	1038
2021	10	29,5	7,7	1,22	2415

Джерело: складено автором за [24]

Буде наведена чотирьохфакторна модель впливу наведених показників на темп інфляції. В результаті використання формули LINEAR в Microsoft Excel, було виведене рівняння регресії, яке має вигляд:

$$y = 13,95 - 0,238x_1 + 0,39x_2 + 0,4189x_3 + 0,000198x_4 \quad (3.1)$$

Можна побачити, що за коефіцієнтами моделі, зі зростанням частки випущених ОВДП у власності НБУ на 1%, темп інфляції знижуватиметься на 0,238%, зі зростанням рівня середньорічної облікової ставки НБУ на 1%, темп інфляції зростатиме на 0,39%, зі зростанням темпу девальвації гривні відносно долара США на 1%, темп інфляції зростатиме на 0,4189%, зі зростанням сальдо валютних інтервенцій НБУ на 1 млн дол США, темп інфляції зростатиме на 0,000198%.

Коефіцієнт детермінації моделі становить 0,7427, що свідчить про те, що темп інфляції в Україні залежить на 74,27% від таких факторів, як частка випущених ОВДП у власності НБУ, рівень середньорічної облікової ставки НБУ, темп девальвації гривні відносно долара США, сальдо (купівля мінус продаж) валютних інтервенцій НБУ. Також варто навести коефіцієнти кореляції та детермінації щодо окремого впливу факторів на темпи інфляції в Україні (табл. 3.3).

Таблиця 3.3 – Коефіцієнти кореляції та детермінації впливу факторів на темпи інфляції в Україні

Показник	Частка випущених ОВДП у власності НБУ, % від загальної суми	Рівень середньорічної облікової ставки НБУ, %;	Темп девальвації гривні відносно долара США, % до попереднього року	Сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ, еквівалент млн дол США
Коеф. кореляції	0,399	0,622	0,797	-0,120
Коеф. детермінації	0,159	0,387	0,635	0,015

Джерело: розраховано автором

Можна відзначити, що частка випущених ОВДП у власності НБУ впливає на темп інфляції на 15,9%, що є невисоким рівнем, проте нижчий рівень впливу показує сальдо валютних інтервенцій НБУ (всього 1,5%). Вищий рівень впливу здійснюють такі фактори, як рівень середньорічної облікової ставки НБУ (38,7%)

та темп девальвації гривні відносно долара США (63,5%). Отже, можна сказати, що саме стабілізація валютного курсу здійснювала найбільший позитивний вплив на інфляцію та цінову стабільність в Україні. Інша проблема такої політики НБУ – це те, що внаслідок цього швидко витрачаються золотовалютні резерви, що унеможлиблює використання їх для інших цілей, а саме – для підтримки курсу валюти саме на ринковому рівні, а не на фіксованому, а також те, що експортери мають менше стимулів продовжувати свою діяльність, особливо офіційно здійснюючи експорт, а не за допомогою сірих схем. Українські експортери через відповідні правила НБУ мають продавати свою валютну виручку за офіційним курсом НБУ, а коли він є фіксованим, нижче ринкового, то експортери вбачають менше стимулів здійснювати зовнішньоекономічну діяльність в повному обсязі.

Також для оцінки достовірності моделі та її статистичної значущості проведемо тест Фішера.

$$F = \frac{R^2}{1-R^2} * \frac{n-m-1}{m} = \frac{0,7427}{1-0,7427} * \frac{17-4-1}{4} = 8,66 \quad (3.1)$$

Табличне значення при ступенях свободи в кількості 4, та $n-m-1=17-4-1 = 12$, $F_{кр.}(4;12) = 3,26$. Оскільки фактичне значення $F > F_{кр.}$, то коефіцієнт детермінації є статистично значущим, і рівняння регресії статистично надійне (тобто коефіцієнти b_i спільно значимі).

Таким чином, нами було визначено, що на темп інфляції найбільший вплив здійснює темп девальвації гривні відносно долара США, а також суттєво впливає рівень середньорічної облікової ставки НБУ. Майже не здійснює впливу сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ. Це свідчить про те, що класичні заходи щодо інфляційного таргетування не здійснюють належного впливу на темп інфляції в Україні. Для більш ефективного інфляційного таргетування також потрібно підключати заходи щодо регулювання валютного курсу, що дасть додаткової стабільності інфляційним тенденціям в Україні, та більшої дієвості інфляційному таргетуванню.

4. ІНТЕРПРЕТАЦІЯ ТА ОБГОВОРЕННЯ РЕЗУЛЬТАТІВ ПРОВЕДЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ НБУ

4.1. Іноземний досвід інфляційного таргетування центральних банків

Країни, які в певний період свого становлення проходили через збройні конфлікти, використовували різні комбінації режимів монетарної та фіскальної політики для забезпечення цінової та фінансової стабільності, а також відновлення економіки. Такий досвід не завжди був успішним і залежав насамперед від унікальних внутрішніх та зовнішніх умов, масштабу втрат та міжнародної допомоги, що унеможлиблює напрацювання універсальних рецептів антикризової політики. Однак, деякі закономірності простежити можна [31].

Так, фіксація обмінного курсу є доволі поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації на початку воєнних дій, але шкодить макрофінансовій стабільності у разі надмірно тривалого збереження такого режиму. Масштабна ж монетизація дефіциту державного бюджету генерує суттєві ризики для фінансової стійкості. Успішні стабілізаційні плани здебільшого передбачають проведення жорсткої та незалежної монетарної політики, фіскальну консолідацію, структурні реформи та використання ринкових інструментів для наповнення бюджету.

Результати практичного семінару НБУ засвідчили, що досвід країн Emerging Markets свідчить, що режим інфляційного таргетування нині є найдієвішим для забезпечення макроекономічної стабільності. Сьогодні режим інфляційного таргетування активно використовують у світі. Його запровадили центробанки 41 країни, з яких 30 – центральні банки країн Emerging Markets.

Як зазначив ключовий спікер практичного семінару Девід Вавра (OGRResearch) Девід Вавра, сплеск інфляції сьогодні відчуває весь світ, а в окремих країнах Emerging Markets інфляція сягнула піку з 2000 року. Водночас реальні

процентні ставки нині перебувають на історично найнижчих рівнях, а запас довіри до центральних банків залишається досить високим [7].

Ключовими складовими успішного режиму інфляційного таргетування Девід Вавра назвав: наявність незмінного середньострокового інфляційного таргету, операційну незалежність центрального банку від фіскальних органів, операційний дизайн на основі процентної ставки, гнучкий обмінний курс, формування політики на базі системи прогнозування та транспарентні комунікації [7].

Отже, структурні реформи, фіскальна дисципліна, незалежність центрального банку є надважливими умовами для ефективності інфляційного таргетування. В умовах, коли НБУ підтримує фінансування держбюджету через об'єктивне зниження можливостей фіскального наповнення бюджету, високий рівень інфляції в Україні є неминучим. Проте, НБУ важливо поєднувати заходи щодо регулювання курсу гривні відносно долара США, а також регулювати доступними методами рівень інфляції, поступово знижуючи очікуваний та фактичний його рівень. Важливим є повернення до повноцінного інфляційного таргетування після війни, що декларує НБУ в своїх цілях.

Швейцарія використовувала монетарне таргетування, перейшовши до багаторічних монетарних таргетів із метою більш гнучкого реагування на шоки. У кінці 1999 р. Швейцарський національний банк оголосив, що його політика базуватиметься на цінній стабільності, визначеній як інфляція менше ніж 2%, хоча гроші й далі відіграватимуть важливу роль. У деяких країнах, зокрема в Новій Зеландії, Австралії, Швеції, Канаді, Великобританії, центральні банки прийняли прямі інфляційні цілі. Таргетування мало на меті шляхом законодавчо окресленого кількісного контролю за інфляцією, поліпшити поінформованість усіх макроекономічних агентів стосовно інфляційного розвитку. А також стабілізувати інфляційні очікування та досягти інфляційної мети без суттєвих втрат у темпах економічного зростання.

На основі міжнародного досвіду поширення таргетування інфляції можна зробити певні висновки. «По-перше, досвід переходу до монетарного режиму таргетування інфляції свідчить, що такий устрій грошової політики приймають як розвинуті економіки, так і такі, що розвиваються. По-друге, у світовій економіці є досить багато способів поширення інфляційного таргетування залежно від термінів, органів, що відповідають за процес переходу, та завдань досягнення інфляційного таргету. По-третє, більшість країн, що таргетують інфляцію, використовують невизначені горизонти таргетування. При цьому центральні банки часто зазначають певні імпліцитні горизонти дотримання цілей, що мінімізують надмірні коливання ВВП у відповідь на заходи монетарної політики щодо виконання таргету» [21].

У сучасних умовах більшістю розвинутих держав у процесі реалізації режиму таргетування інфляції оцінка її рівня здійснюється на основі індексу «базової інфляції», характерною рисою якого є незначна чутливість до тимчасових цінових шоків. Цей показник сприймається економічними агентами як передбачуваний і найпростіший у сприйнятті. У цьому контексті заслуговує на окрему увагу досвід Канади, оскільки національний Центральний банк офіційно таргетує інфляцію, що розраховується на основі індексу споживчих цін (ІСЦ), що пояснюється більшою інформативністю цього індексу для канадців, що відображає вартість життя більшої частини громадян. Центральний банк Швеції 1997 р., навпаки, відмовився від застосування ІСЦ і нині таргетує «базову інфляцію». Південна Корея та Ізраїль досі віддають перевагу використанню як оціночний показник інфляції – індекс споживчих цін, оскільки виключення окремих компонентів споживчого кошика знижує точність результатів.

Ще одна особливість таргетування інфляції у розвинених країнах полягає у використанні плаваючого курсу валюти. Можливість використання плаваючого курсу багато в чому визначається високим рівнем розвитку фінансової системи, зокрема розвиненістю національного валютного ринку. У розвинутих країнах валютні інтервенції проводять центральні банки вкрай рідко. Причинами виходу

регулятора на валютний ринок може бути значне посилення волатильності курсу національної валюти, поповнення валютних резервів, циклічні зміни валютного курсу [38].

Розглядаючи особливості переходу до таргетування інфляції в різних з погляду рівня розвитку економіки країнах, слід зазначити, що більшістю країн, що розвиваються, перехід до режиму інфляційного таргетування здійснювався в умовах досить високого рівня інфляції, тоді як розвинені країни трансформували режим монетарної політики при стійко низькому зростанні цін. Згідно з представленою на офіційних сайтах центральних банків країн, що розвиваються, тільки в Тайланді, Перу і Бразилії за рік до переходу до режиму таргетування інфляції вдалося домогтися її зниження до рівня менше 5% на основі реалізації дефляційних заходів. Такі країни, що розвиваються як ПАР, Мексика, Філіппіни, Чехія та Угорщина здійснювали перехід до режиму інфляційного таргетування при рівні інфляції близькому до 10%. А Гватемала, Чилі, Гана, Колумбія, Польща та Туреччина боролися з 20-відсотковою інфляцією на основі змішаних форм монетарної політики, що включали, зокрема, адміністративний вплив на рівень цін з метою уповільнення інфляції до 10%.

Країни з ринками, що формуються, характеризуються високим рівнем невизначеності і в перші роки таргетування Центральному банку доводиться досить часто здійснювати перегляд цільових орієнтирів по інфляції. Так, наприклад, Банком Гани в умовах високої волатильності ІСЦ цільовий орієнтир з інфляції визначається переглядається щорічно в межах несиметричного діапазону з верхнім кордоном 10%. У Бразилії, Колумбії, Перу, Польщі, Тайланді, Чехії та ПАР національним центральним банком визначається довгостроковий цільовий орієнтир з інфляції, в Угорщині, Гватемалі, Мексиці, Туреччині та на Філіппінах таргет з інфляції встановлюється на середньострокову перспективу.

Для країн з ринками, що формуються, проблема макроекономічної стабільності є однією з найбільш гострих в умовах нерозвиненості політичного та

економічного середовища, недосконалості законодавства, пріоритетності вирішення бюджетних проблем, високого інфляційного тиску та значної волатильності показників безробіття та ВВП. Специфіка інфляційного таргетування за цих умов визначається суттєвою залежністю динаміки внутрішніх цін від курсу національної валюти, що формує потребу у проведенні центральними банками валютних інтервенцій.

Таким чином, дослідження зарубіжного досвіду інфляційного таргетування свідчить про можливість його адаптації до економічних особливостей країн, що характеризуються різним рівнем економічного розвитку та залучення до процесів глобалізації. В умовах початку режиму таргетування інфляції стає можливим підтримання її рівня поблизу встановленого цільового орієнтиру, що сприяє позитивній динаміці ключових макроекономічних показників. Характерною особливістю інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються, є активне використання регуляторами валютних інтервенцій з метою зниження волатильності на внутрішньому валютному ринку.

Впровадження інфляційного таргетування, яке створює основу для координації економічної політики з метою забезпечення макроекономічної стабільності дозволить НБУ ефективніше і надійніше протидіяти інфляції. У разі послідовного впровадження інфляційне таргетування є вельми ефективним, що було доведено на практиці розвинутих країн та країн, що розвиваються.

4.2. Напрямки удосконалення антиінфляційної політики НБУ

Нами було визначено, що для більш ефективного інфляційного таргетування доцільно залучати заходи щодо утримання валютного курсу, але не в рамках фіксованого курсу, а в межах певного валютного коридору, не допускаючи суттєвої девальвації, оскільки вона є однією з головних причин зростання цін в Україні.

Проте, на сьогодні механізм монетарної трансмісії не є максимально ефективним, особливо в умовах війни. До початку повномасштабного російського

вторгнення вже виникали проблеми в НБУ з утриманням рівня інфляції на невисокому та прогнозованому рівні.

Можна відзначити, що й Рада Національного банку неодноразово вказувала на недоліки та незбалансованість політики центрального банку, вибірковість застосування монетарних інструментів та недостатньо активну діяльність Правління Національного банку з відновлення кредитування та стимулювання економічної активності в Україні. НБУ далеко не завжди досягав поставлених цілей щодо темпів інфляції в країні. Порівняння фактичного та цільового рівня інфляції наведено в табл. 4.1.

Таблиця 4.1 – Порівняння цільового та фактичного темпу інфляції в Україні протягом 2016-2021 рр.

Рік	Ціль інфляції НБУ, %	Фактичний рівень інфляції, %
2016	12 ± 3	12,4
2017	8 ± 2	13,7
2018	6 ± 2	9,8
2019	5 ± 1	4,1
2020	5 ± 1	5
2021	5 ± 1	10

Джерело: складено автором за [24]

Протягом 2017, 2018 та 2021 рр. цільові інфляційні значення в Україні не були досягнуті. Це було наслідком нестабільності на ринках товарів та послуг, підвищенням сукупного попиту протягом цих років. В 2021 р. мав місце відкладений попит, оскільки багато купівель товарів були відкладені на певний час в 2020 р. внаслідок невизначеності, причиною стала пандемія COVID-19.

Рішенням Ради НБУ №50-рд від 17 грудня 2019 року було відзначено, що «Правління Національного банку України, проводячи жорстку монетарну політику в 2019 році, не забезпечило в межах своїх повноважень підтримання стійких темпів економічного зростання та відновлення кредитування економіки. Грошово-

кредитна політика, що здійснювалася, була запізнілою реакцією на суттєві внутрішні та зовнішні шоки, вплив процентної політики на зростання реального ВВП залишився обмеженим, а висока облікова ставка сприяла значному перетоку фінансових ресурсів у державні боргові зобов'язання та підсиленню дисбалансів в економіці. В цьому зв'язку, грошово-кредитна політика, що реалізовувалась Правлінням Національного банку України, не мала стимулюючого впливу на соціально-економічний розвиток» [33].

У Рішенні Ради №9-рд від 31 березня 2020 року Рада НБУ акцентувала увагу Правління Національного банку України на «доцільності створення макроекономічних передумов пом'якшення наслідків рецесії в рамках збереження цінової та фінансової стабільності та рекомендувала у тісній координації з Урядом запровадити всі можливі заходи та дії, спрямовані на підтримку економіки та населення у кризовий період» [33].

Рішенням Ради №16-рд від 30 червня 2020 року було визнано, що «жорсткість грошово-кредитної політики Національного банку у 2018–2020 роках призвела до суттєвої деформації економічних стимулів діяльності банків та скорочення рівня кредитування економіки».

Попри певний досвід у подоланні інфляції за допомогою інфляційного таргетування, ми не повинні зупинятися на досягнутому, а постійно прагнути до удосконалення як концепції нашої монетарної політики, так і інструментарію її реалізації. Це має дозволити приймати зважені рішення з монетарної політики, які найкраще відповідають потребам та викликам, що стоять перед національною економікою.

Як зазначає Богдан Данилишин, завідувач кафедри КНЕУ ім. В. Гетьмана, «проблема слабкості національної монетарної трансмісії була відома вже давно. Банківська система перебувала в стані надмірної ліквідності ще задовго до початку війни, а самі банки, м'яко кажучи, не дуже активно займалися фінансовим посередництвом» [9].

Якщо банківські кредити та депозити залишаються непомітно малими порівняно з реальними економічними процесами (інвестиціями та споживанням), то не варто очікувати особливих інфляційних успіхів від змін процентних ставок та монетарної трансмісії.

За червень-листопад процентні ставки гривневих депозитів змінилися лише на 3-5 відс. пунктів. Відповідно, ринок гривневих депозитів не зміг скласти конкуренцію ні для бажаючих вкласти кошти в іноземну валюту чи валютні депозити, ні для охочих витратити кошти на придбання товарів чи послуг. Так, за червень-жовтень строкові гривневі депозити населення впали на 0,6%, тоді як строкові валютні (в доларовому еквіваленті) – зросли на 8,6% [9].

Крім того, восени НБУ дав можливість фізичним особам купувати іноземну валюту в режимі онлайн з розміщенням на депозит від 3-х місяців, за комерційним картковим курсом банків, який є нижчим, ніж у валютних обмінниках, в середньому на 8-10%. Це суттєво підвищило попит на таку послугу, про що свідчить зростання темпів приросту суми депозитів до 1 року в іноземній валюті (рис. 4.1).

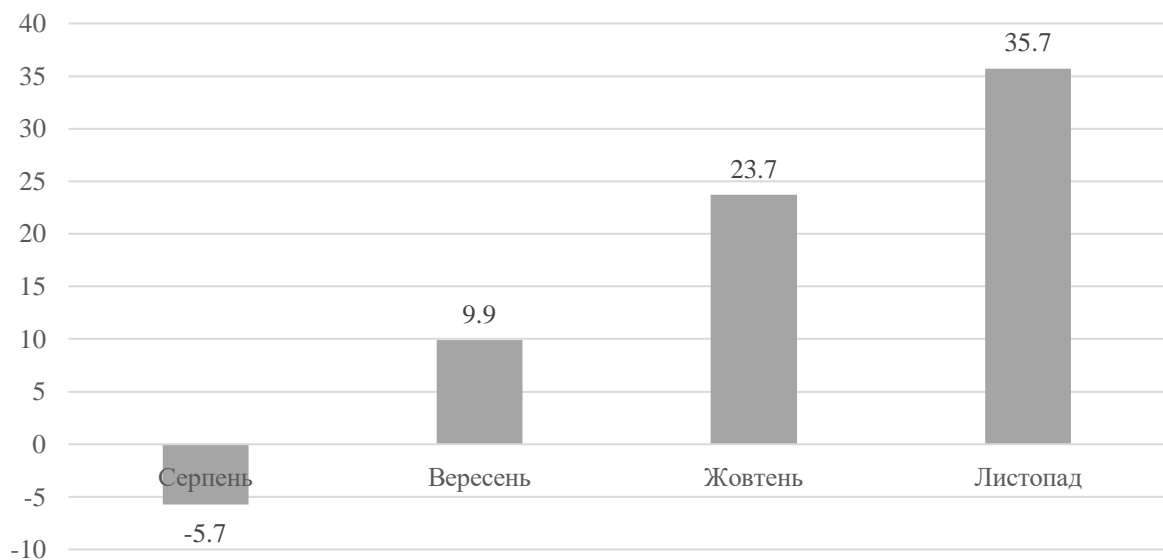


Рисунок 4.1 – Динаміка темпів приросту суми депозитів до 1 року в іноземній валюті в 2022 р., % до попереднього місяця

Джерело: складено автором за [24]

Отже, таким чином НБУ намагається знизити різницю в валютних курсах, оскільки курс долара США на чорному ринку є вищим за офіційний на 10-12%. Це, у свою чергу, стримує темпи девальвації гривні внаслідок стримування спекулятивних мотивів гравців на валютному ринку. І, як ми визначили в кореляційно-регресійній моделі, такий захід може стримувати й інфляційні настрої населення. Крім того, НБУ спрямовує частину міжнародних резервів не на валютні інтервенції, як це робилося раніше, а на задоволення потреб населення у валюті, даючи можливість придбати іноземну валюту фактично за пільговим курсом, проте з втратою ліквідності, оскільки валютні активи можна буде отримати лише через 3 місяці.

Багато країн, що розвиваються, впровадили режим інфляційного таргетування, проте одночасно певною мірою впливають на обмінний курс. Тут важливо знайти баланс. З одного боку, курс має бути достатньо гнучким, щоб забезпечити необхідне коригування цін у випадку зміни зовнішніх та внутрішніх умов. Наприклад, вітчизняна валюта має послабитись, якщо імпорт суттєво перевищує експорт. З іншого боку, хаотичні зміни у настроях інвесторів можуть спричинити надмірні курсові коливання, що стають джерелом паніки та надмірного відпливу капіталу [17].

Таким чином, варто очікувати, що девальвація гривні в 2022 р. внаслідок військового вторгнення РФ спровокує суттєве зростання цін, збільшення темпів інфляції в Україні, що спостерігається навіть за неповний 2022 р.

Крім того, підвищення темпів девальвації гривні прискорює зростання державного боргу в Україні. Основними чинниками, що спричинили неефективну боргову політику уряду України, є: девальвація гривні (що призвело до збільшення боргу та вартості його обслуговування); падіння реального валового внутрішнього продукту; зниження внутрішнього споживчого попиту внаслідок інфляційних процесів та безробіття; негативний вплив реальної відсоткової ставки

Національного банку України на боргову сферу та обмеження функціонування ринку позичкового капіталу.

Тенденція зростання частки гарантованого державою боргу вплинула на зниження рівня боргової безпеки країни. Збільшення частки державного боргу в іноземній валюті сприяє зростанню валютних витрат уряду з обслуговування боргових зобов'язань, створює загрозу подальшої девальвації гривні [27].

Обслуговування валютного боргу тисне на золотовалютні резерви. Отже, чим більші виплати за зовнішнім боргом, тим менше в Нацбанку можливостей утримувати гривню від девальвації і тим вищий шанс зростання навантаження на бюджет для здійснення таких виплат. Єдина альтернатива зовнішнім кредиторам – Нацбанк, який дає уряду кошти в борг на термін до 30 років. Проте такі запозичення мають свою ціну у вигляді стрімкої інфляції та девальвації гривні внаслідок грошової емісії. «Якщо очікування щодо розмірів кредитування від партнерів не виправдаються, то, найімовірніше, дефіцит покриватиметься шляхом емісії НБУ. Це несе ризики підвищеної інфляції, девальвації і подальшого погіршення боргових показників держави», – відзначають у Київській школі економіки [4].

Процентні ставки бізнес-кредитів знаходяться значно нижче рівня облікової ставки. Кредитні операції міжбанківського ринку є незначними і проводяться на нижній межі коридору процентних ставок НБУ.

На ринку державних облігацій відбувається поступова трансмісія ставок. Однак, це жодним чином не впливає на розмір воєнного дефіциту державного бюджету, який переважно фінансується з зовнішніх неринкових джерел. Тому трансмісійний ефект через фіскальний сектор в нинішніх умовах є неможливим в принципі.

Станом на кінець 2022 р. частка ОВДП у власності НБУ склала 50,76%, що свідчить про незацікавленість інших учасників ринку купувати державні цінні папери, оскільки існує високий рівень недовіри до державних цінних паперів, особливо які номіновані в гривні.

На рис. 4.2 наведена структура ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю станом на 30.12.2022 р.

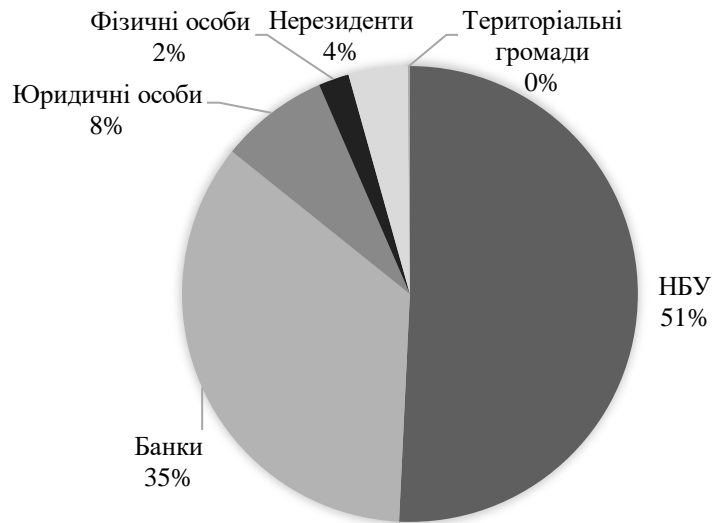


Рисунок 4.2 – Структура власності ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю станом на 30.12.2022 р., % до підсумку

Джерело: складено автором за [24]

В 2022 р. НБУ купив майже 400 млрд грн військових ОВДП, емітованих Міністерством фінансів України. Як у серпні, так і у липні регулятор проводив емісію гривні у значно менших обсягах, ніж у перші місяці повномасштабної війни. Наприклад, у червні НБУ «надрукував» понад 100 млрд грн, а у квітні-травні – по 50 млрд грн. У липні-вересні обсяги впали до 30 млрд грн завдяки значним надходженням фінансової допомоги від країн-партнерів [24].

Загалом, за 2022 рік державний бюджет виконано з дефіцитом у сумі 911,1 млрд грн (табл. 4.2), у тому числі загальний фонд – у сумі 909,5 млрд грн, проти запланованого розписом загального фонду на 2022 рік дефіциту в сумі 1399,5 млрд гривень. Це є найвищим рівнем дефіциту держбюджету за всю історію України, що пояснюється суттєвим збільшенням видатків, зниженням доходів бюджету внаслідок воєнної агресії РФ та зниженням економічної активності населення та бізнесу в Україні.

Таблиця 4.2 – Динаміка дефіциту держбюджету України протягом 2012-2022

рр.

Рік	Дефіцит держбюджету, млрд грн	Дефіцит держбюджету, % ВВП
2012	53,4	3,8
2013	64,7	4,5
2014	78,1	5
2015	45,2	2,3
2016	70,1	2,9
2017	47,8	1,6
2018	59,2	1,7
2019	78	2
2020	217,1	5,2
2021	197,9	3,6
2022	911,1	20,1

Джерело: складено автором за [24]

Натомість залучати кошти на внутрішньому ринку уряду непросто, адже Мінфін не поспішав підвищувати ставки за паперами. Фізичні особи не надто охоче купують державні цінні папери, їхня частка у структурі власності ОВДП складає трохи більше ніж 2%. Краща ситуація з доларовими ОВДП – від їхнього продажу залучено 98,2 мільйона доларів. Також під кінець року спостерігається підвищення ставок за державними цінними паперами: в гривні ставки за 6-місячними облігаціями становлять 14% річних, а за 2-річними облігаціями – 19,5% річних. В доларі США ставка становить в середньому 4% річних за 1-річними цінними паперами, а в євро – 3% річних [6].

Така ситуація не сприяє ефективному наповненню бюджету, скороченню дефіциту держбюджету України за рахунок запозичень фізичних осіб, нерезидентів або ж бізнесу. Найгіршим сценарієм в аспекті зростання цін є залучення фінансування з допомогою НБУ, коли він напряду викупує ОВДП, випущені Мінфіном, що є фактичною емісією. А тому, в даний момент інструмент з викупом

Нацбанком ОВДП не сприяє покращенню інфляційних проблем в економіці України під час війни.

На початку березня НБУ вирішив зафіксувати ставку на довоєнному рівні в 10%. Тоді Нацбанк прагнув зберегти стабільність у фінансовому секторі переважно ручними методами: заморозивши курс, заборонивши суттєву частину операцій з валютою та намагаючись компенсувати попит на валюту продажем резервів. Вже у травні ця логіка остаточно перестала працювати. НБУ довелося продати на міжбанку 3,4 млрд дол США, тоді як у березні–травні інтервенції були близькими до 2 млрд дол США щомісяця, заявив колишній голова Нацбанку Кирило Шевченко. Змінилися й умови в економіці. Бізнес відновлювався від першого воєнного шоку та повертався до економічної логіки прийняття рішень, додав Шевченко [19].

У вересні Національний банк удруге поспіль зберіг облікову ставку на рівні 25% річних, вважаючи такий рівень достатнім для утримання курсу гривні та інфляції. Інфляція у серпні становила 23%. У жовтні НБУ втретє лишив ставку на рівні 25%, інфляція у вересні склала 24,6%, НБУ очікував її прискорення і в жовтні.

За базовим сценарієм НБУ, облікова ставка збережеться на такому рівні щонайменше до другого кварталу 2024 року. Цього року інфляція сягне близько 30%, прогнозує НБУ, і тут вже порушується принцип обґрунтованості розміру облікової ставки, оскільки вона має перевищувати за відсотковим значенням прогнозований темп інфляції в країні для того, щоб керувати подальшим зниженням темпів зростання цін [19].

Національний банк України на початку війни тимчасово призупинив публікацію Інфляційного звіту з огляду на високу невизначеність, спричинену широкомасштабним вторгненням росії в Україну, що унеможливило прогнозування економічних процесів із прийнятною ймовірністю.

Невизначеність і надалі залишається високою, проте її рівень знизився порівняно з початковим етапом і близький до рівня, коли Національний банк має змогу розробляти відносно надійні макроекономічні сценарії.

Нацбанку потрібно концентрувати зусилля на утримання стабільності курсу національної валюти, оскільки цей фактор є запорукою макроекономічної стабільності й інших показників (державний борг, іноземні інвестиції та цінова стабільність) [31].

Сьогодні основним заходом, спрямованим на мінімізацію масштабів тіньової економіки у монетарній сфері, повинна залишатись розбудова правової держави, упорядкування законодавства, створення ефективної системи покарань і санкцій, і саме у цих умовах буде поступово зникати тіньовий валютний ринок, зменшуватися масштаби виведення капіталу, трансфертного ціноутворення тощо. Важливою також залишається регуляторна діяльність НБУ, спрямована на полегшення ведення банківського бізнесу, ефективний контроль міжнародних розрахунків, руху іноземної валюти, збільшення рівня фінансової стійкості банків та забезпечення у цілому монетарної безпеки держави [15, с. 45].

Очевидно, що основним пріоритетом для НБУ є зняття усіх існуючих обмежень і повний перехід до режиму вільного руху капіталу, але як передбачає Дорожня карта валютної лібералізації, розроблена НБУ разом з представниками Міжнародного валютного фонду, валютні обмеження зніматимуться відповідно до темпів покращення макроекономічних умов в Україні, зокрема, в залежності від темпів зростання ВВП, інфляційних показників, фінансової стабільності та стану розвитку валютного ринку тощо, а також запровадження інших нормативно-правових актів, спрямованих на попередження небажаного впливу капіталу з України і підвищення якості регулювання, так званого, небанківського фінансового ринку [28]. Проте, в умовах війни не йде мова про швидке зростання ВВП, низьку інфляцію в країні, та стрімкий розвиток. Але в післявоєнний час така перспектива є

цілком ймовірною, оскільки бізнес-середовище в Україні має стати більш привабливим.

Починаючи з 24 лютого 2022 року, бізнес може бути впевнений, що потрібні йому товари включені до переліку важливих імпорتنих товарів, або отримати дозвіл Національного банку. Такий дозвіл надається на кожен окрему операцію і вимагає обґрунтування доцільності проведення такої операції під час воєнного стану. Для компаній, які щодня обробляють сотні транзакцій, цей варіант не врятує життя. Крім того, це створить особливе навантаження на Національний банк. Тому суб'єкти господарювання, які не імпортують товари першої необхідності та не завжди можуть отримати дозволи, починають шукати інші шляхи отримання валютних цінностей та здійснення транскордонних переказів [28].

Щоб бізнес не вдавався до тіньових переказів, Нацбанк має розглянути можливість включення до переліку важливих імпорتنих товарів, ввезених з-за кордону, необхідних для ведення бізнесу, або можливість зняття обмежень на крос-перевезення найближчим часом.

Національний банк України вживає заходів щодо вирішення проблеми, спричиненої тимчасовою нестачею готівкової іноземної валюти в касах деяких банків через матеріально-технічні труднощі при її доставці з-за кордону.

«З метою усунення труднощів із задоволенням потреб населення в готівковій іноземній валюті та забезпечення безперебійної роботи банківської системи в умовах воєнного часу Національний банк у разі необхідності проводить безготівкові валютно-обмінні операції. переведення банків на готівкову валюту з метою посилення касового апарату банківських установ», – йдеться у повідомленні [22].

Як уточнювалося, перша операція з обміну готівкової валюти на безготівкову відбулася 7 вересня 2022 року. Національний банк проводить такі операції в міру необхідності. Результати відповідних операцій будуть оголошені в день їх проведення [22].

Заступник голови Нацбанку Юрій Гелетій пояснив, що «дефіцит готівки в деяких банках – це тимчасове явище». Національний банк уважно стежить за ситуацією і має достатньо готівки для підтримки готівково-валютної ліквідності банківської системи на належному рівні для задоволення потреб українців». Фінансовий регулятор радить банкам збільшити обсяги імпорту готівкової валюти, щоб уникнути виникнення пов'язаних з цим труднощів у майбутньому [22].

Таким чином, в умовах війни для спрощення громадянам процедури отримання коштів після закінчення валютних депозитів або зняття коштів з поточних валютних рахунків, слід розвивати логістичні шляхи для того, аби отримати необхідний обсяг готівки валюти з-за кордону, щоб не спричиняти перетік покупців у чорний валютний ринок. Це сприятиме поступовій стабілізації валютного ринку в Україні, що дозволить покращити макроекономічний стан країни в цілому.

Слід зазначити, що гасіння стихійного попиту на валюту під час війни має здійснюватися не шляхом багаторазового підвищення облікової ставки, а шляхом оновлення системи валютного регулювання. Така система повинна стримувати попит на іноземну валюту, не пов'язаний з купівлею імпортних товарів. Усі інші грошові перекази резидентів за кордон або платежі за споживання товарів/послуг за кордоном повинні фінансуватися за рахунок власних валютних коштів/наборів резидентів.

«У майбутньому потрібно було б знизити облікову ставку до довоєнного рівня – 10% на рік, щоб припинити розтрату державних коштів на підтримку ілюзорної антиінфляційної політики. Якщо таке рішення виявиться політично неможливим з низки причин, тоді дизайн монетарної політики доведеться кардинально змінити. Зокрема, процентна ставка за операціями Національного банку з мобілізації ліквідності в депозитних сертифікатах може встановлюватися на рівні від 0,25 до 0,5 поточної облікової ставки» [29].

Виходячи з думок фахівців у сфері грошово-кредитного регулювання, можемо виокремити такі заходи для підвищення ефективності інфляційного регулювання під час війни (рис. 4.3).

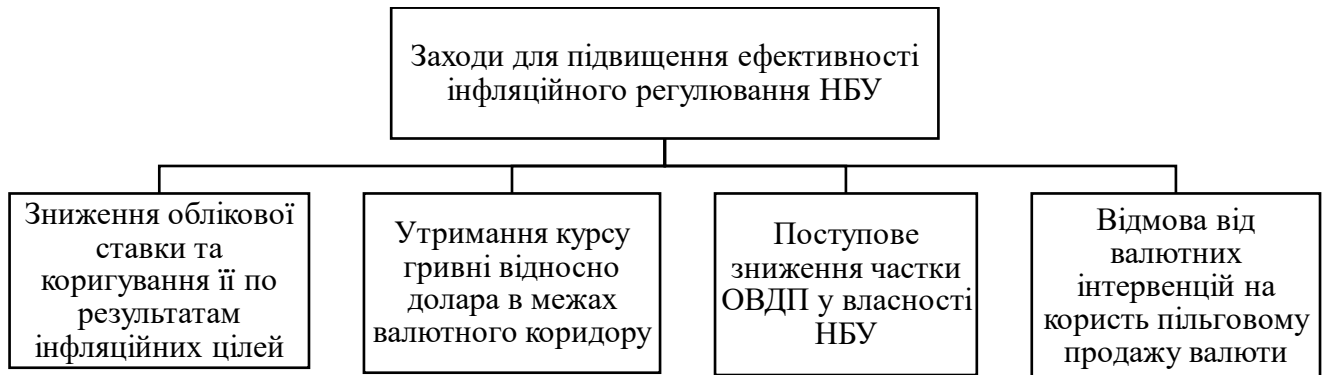


Рисунок 4.3 – Запропоновані заходи для підвищення ефективності валютного регулювання НБУ

Джерело: складено автором

Розрахуємо приблизний прогноз від застосування даних заходів. Якщо знизити частку частка випущених ОВДП у власності НБУ до 15%, рівень середньорічної облікової ставки НБУ знизити до рівня 10% (рівень до початку повномасштабного вторгнення), разом з цим утримувати темп девальвації гривні відносно долара США на рівні 3% на рік, а сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ звести до нуля (не регулювати інфляцію за допомогою даного інструменту), то можна отримати такий плановий темп інфляції.

$$y = 13,95 - 0,238 * 15 + 0,39 * 10 + 0,4189 * 3 + 0,000198 * 0 = 8,43\% \quad (4.1)$$

Таким чином, поєднання заходів щодо регулювання курсу гривні відносно долара США, а також регулювання доступними методами рівня інфляції, поступово знижуючи очікуваний та фактичний його рівень, дасть змогу досягти рівня інфляції в найближчій перспективі приблизно до 8,43%, що є суттєво нижчим показником, аніж за умов війни.

ВИСНОВКИ

Таким чином, провівши дослідження, нами було отримано такі результати:

1. Інфляцією є процес загального підвищення цін в країні. Зростання інфляції означає, що населення та бізнес повинні будуть платити більше за ті самі товари та послуги, ніж раніше. Це може допомогти у формі інфляції доходів або інфляції активів, наприклад у житлі чи акціях, якщо економічні суб'єкти володіють активами до зростання цін, але якщо дохід не встигає за інфляцією, то купівельна спроможність зменшується. З часом інфляція підвищує вартість життя. Якщо рівень інфляції досить високий, то це шкодить економіці. Зростання цін може бути ознакою того, що економіка розвивається дуже швидко. Люди купують більше, ніж їм потрібно, щоб уникнути підвищення цін в майбутньому, що підживлює попит на товари та послуги, а постачальники не встигають за цим процесом. Що ще важливіше, зарплати також не можуть підвищуватися так швидко, як зростає інфляція. Як наслідок, ціни на повсякденні товари та послуги стають менш доступними для більшості людей.

2. Інфляційне таргетування як стратегія має на меті підтримку цінової стабільності. Усі інструменти грошово-кредитної політики, якими володіє центральний банк, включно з операціями на відкритому ринку і дисконтним кредитуванням, можна використовувати в загальній стратегії таргетування інфляції. Інфляційне таргетування можна порівняти зі стратегіями центральних банків, спрямованими на інші вимірювання економічної ефективності як на їхні першочергові цілі, такі як таргетування валютних курсів, рівня безробіття або темпів зростання ВВП. Процентні ставки можуть бути проміжним цільовим показником, який центральні банки використовують для таргетування інфляції. Центральний банк буде знижувати або підвищувати процентні ставки залежно від того, чи вважає він інфляцію нижче або вище цільового порогу. Виходячи з теоретичних уявлень, підвищення процентних ставок уповільнює інфляцію і, отже,

уповільнює економічне зростання. Вважається, що зниження процентних ставок підвищує інфляцію та прискорює економічне зростання за інших рівних умов.

3. Корируючи облікову ставку, Національний банк впливає на рівень короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку грошово-кредитних операцій, які, у свою чергу, є індикаторами зміни процентних ставок банків за кредитами та депозитами, а також процентних ставок за іншими фінансовими активами, наприклад, державними цінними паперами. У свою чергу, на вартість як гривневих, так і валютних кредитів і депозитів впливають споживчі та інвестиційні рішення домогосподарств і підприємств, а це безпосередньо впливає на інфляцію. Тому Національний банк активно використовує такий елемент інфляційного таргетування, як інфляційні очікування.

4. Інфляція в Україні має скоріше руйнівний характер для національної економіки, аніж конструктивний, оскільки знецінення національної валюти спричиняє падіння реальних доходів населення, зниження можливостей виробляти більше товарів та послуг, перехід працівників до інших сфер, де ціни зростають більш стрімко, а також до зниження довіри населення до національної валюти. Протягом 22 років гривня знецінилась майже в 11 разів, що демонструє низьку стабільність гривні та зниження її ролі як засобу заощадження. Факторами зростання інфляції є нестабільність курсу іноземної валюти в Україні, постійний дефіцит зовнішньоторгівельного балансу, зниження обсягів золотовалютних резервів для підтримки цінової та курсової стабільності, а також зростання світових цін на основні імпортні товари, які закуповує Україна (енергоносії, продукцію машинобудування тощо).

5. В Україні політика інфляційного таргетування почала застосовуватися після суттєвої девальвації гривні внаслідок втрати контролю над частиною територій, закриттям великої кількості банків, що сприяло посиленню інфляційного тиску, а тому, вимагалися заходи щодо зниження темпів інфляції в Україні, а інфляційне таргетування стало фактично заходом для порятунку від подальшого

руйнівного зростання цін в Україні. Початок повномасштабної агресії з боку РФ спричинив зміну стратегії НБУ на утримання валютного курсу, проте регулятор запевняє щодо продовження проведення даної політики після стабілізації ситуації та завершення воєнного стану.

6. Для здійснення кореляційно-регресійного аналізу впливу інструментів інфляційного таргетування на інфляцію в Україні, в якості залежної змінної було обрано темп інфляції в Україні, а незалежними змінними в моделі було обрано такі показники, як частка випущених ОВДП у власності НБУ, рівень середньорічної облікової ставки НБУ, темп девальвації гривні відносно долара США, сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ. На темп інфляції найбільший вплив здійснює темп девальвації гривні відносно долара США, а також суттєво впливає рівень середньорічної облікової ставки НБУ. Майже не здійснює впливу сальдо (купівля-продаж) валютних інтервенцій НБУ. Це свідчить про те, що класичні заходи щодо інфляційного таргетування не здійснюють належного впливу на темп інфляції в Україні. Для більш ефективного інфляційного таргетування також потрібно підключати заходи щодо регулювання валютного курсу, що дасть додаткової стабільності інфляційним тенденціям в Україні, та більшої дієвості інфляційному таргетуванню.

7. Політика інфляційного таргетування НБУ не завжди була дієвою. Протягом 2017, 2018 та 2021 рр. цільові інфляційні значення в Україні не були досягнуті. Це було наслідком нестабільності на ринках товарів та послуг, підвищенням сукупного попиту протягом цих років. В 2021 р. мав місце відкладений попит, оскільки багато купівель товарів були відкладені на певний час в 2020 р. внаслідок невизначеності, причиною стала пандемія COVID-19. Проте, інфляційне таргетування, що проводилося НБУ, дозволило знизити темпи інфляції в Україні після того як вони підвищилися в 2014-2015 рр.

8. Національний банк України на початку війни тимчасово призупинив публікацію Інфляційного звіту з огляду на високу невизначеність, спричинену

широкомасштабним вторгненням росії в Україну, що унеможливило прогнозування економічних процесів із прийнятною ймовірністю. Невизначеність і надалі залишається високою, проте її рівень знизився порівняно з початковим етапом і близький до рівня, коли Національний банк має змогу розробляти відносно надійні макроекономічні сценарії. В умовах, коли НБУ підтримує фінансування держбюджету через об'єктивне зниження можливостей фіскального наповнення бюджету, високий рівень інфляції в Україні є неминучим. Проте, НБУ важливо поєднувати заходи щодо регулювання курсу гривні відносно долара США, а також регулювати доступними методами рівень інфляції, поступово знижуючи очікуваний та фактичний його рівень. Важливим є повернення до повноцінного інфляційного таргетування після війни, що декларує НБУ в своїх цілях.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Безробіття й інфляція як наслідок війни РФ проти України. DW. URL: <https://inlnk.ru/goGOQx>
2. Вовчак О., Хмелярчук М. Інституційні детермінанти формування монетарної політики в Україні. Вісник Національного Банку України. 2015. № 9. С. 3–10.
3. Гриценко А. Концептуальні засади переходу до нової парадигми монетарної політики. Економіка України. 2013. № 2. С. 31–41.
4. Державний борг України перевищить 100% ВВП. Що це означає? Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2022/10/25/692991/>
5. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>
6. Емісія на 400 мільярдів: НБУ викупив держоблігацій на всю погоджену цього року суму. Економічна правда. URL: <https://www.epravda.com.ua/news/2022/12/19/695182/>
7. Застосування країнами режиму інфляційного таргетування посилює стійкість їхніх економік до криз. Підсумки практичного семінару НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/zastosuvannya-krayinami-rejimu-inflyatsiynogo-targetuvannya-posilyuye-stiykist-yihnih-ekonomik-do-kriz--pidsumki-praktichnogo-seminaru-nbu>
8. Ільчук Г. П., Коць О. О., Данилів І. Л. Інфляційне таргетування як стратегія ГКП: закордонний та вітчизняний досвід. Мукачівський державний університет, 2017. № 11. С. 426-432.

9. Інфляція та монетарна політика: проблеми слабкості національної монетарної трансмісії. LB.Ua. URL: https://lb.ua/blog/bogdan_danylysyn/538825_inflyatsiya_monetarna_politika.html
10. Красота О. В., Аладько Я. В. Інфляційне таргетування як оптимальний режим монетарної політики. Одеського національного університету. Серія: Економіка. 2018. Т. 23, Вип. 7. С. 8-13.
11. Круш П. В. Інфляція: суть, форми та її оцінка / П. В. Круш, О. В. Клименко. Київ: Центр учбової літератури, 2013. 287 с.
12. Лисенко Р., Ніколайчук С., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Вісник Національного банку України. 2015. № 11. С. 18–23.
13. Любохинець Л. С., Бабич Л. М. Макроекономічні основи таргетування інфляції як метод регулювання фінансових ринків в розвинутих країнах та Україні. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2012. № 4, т. 2. С. 72–75.
14. Міщенко В. І., Міщенко С. В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції. Актуальні проблеми економіки. 2015. № 1. С. 421-428.
15. Макаренко Ю. П., Вітер К. О. Аналіз сучасного стану та тенденцій функціонування валютного ринку України. Інвестиції: практика та досвід. 2022. № 2. С. 42-49.
16. Носенко Д. К. Інфляційне таргетування як ефективний механізм грошово-кредитної політики. URL: <http://intkonf.org/nosenko-dk-inflyatsiyne-targetuvannya-yakefektivniymehanimzgroshovo-kreditnoyi-politiki/>
17. Наскільки ефективно НБУ впливає на обмінний курс за режиму інфляційного таргетування? Вокс Україна. URL: <https://voxukraine.org/naskilki-efektivno-nbu-vplivaye-na-obminnij-kurs-za-rezhimu-inflyatsijnogo-targetuvannya/>

18. Національний банк змінює вимоги до обов'язкових резервів банків для посилення монетарної трансмісії. НБУ. URL: <https://cutt.ly/11TT8Gp>
19. НБУ зберіг облікову ставку на рівні 25% та підвищив вимоги до обов'язкових резервів банків. Forbes. URL: <https://forbes.ua/news/khkhkh-08122022-10346>
20. НБУ зобов'язується повернутися до режиму інфляційного таргетування з плаваючим курсоутворенням – Основні засади грошово-кредитної політики. НБУ. URL: <https://cutt.ly/c1TXZKT>
21. НБУ: девальвація гривні може додати до інфляції 2-3 п.п. Finbalance. URL: <https://finbalance.com.ua/news/nbu-devalvatsiya-hrivni-dodast-inflyatsi-2-3-pp>
22. Новації валютного регулювання від НБУ: як це вплине на бізнес? Liga Zakon. URL: https://biz.ligazakon.net/analytics/211521_novats-valyutnogo-regulyuvannya-vd-nbu-yak-tse-vpline-na-bznes
23. Офіційний веб-сайт Міжнародного валютного фонду. URL: <https://www.imf.org/en/Home>
24. Офіційний веб-сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/>
25. Офіційний веб-сайт Світового банку. URL: <https://www.worldbank.org/en/home>
26. Педченко Н. С., Сіліхін. Б. В. Інструменти монетарної політики Національного банку України та їх застосування. Вісник Одеського національного університету. Серія: Економіка. 2016. Т. 21, Вип. 10. С. 21–26.
27. Сальникова Т. В. Державний борг України: оцінка та напрями підвищення ефективності управління. URL: www.oaji.net/articles/2017/1900-152546353.pdf
28. Система валютного регулювання в Україні: тенденції розвитку у сучасних умовах. GoLaw. URL: <https://golaw.ua/ua/insights/publication/currency-regulation-system-in-ukraine/>

29. Скільки коштує бюджету висока облікова ставка Національного банку? LB.Ua. URL: https://lb.ua/blog/tetiana_bohdan/537081_skilki_koshtuie_byudzhetu_visoka.html
30. Стельмах В. С. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: монографія. Київ: НБУ, 2019. 404 с.
31. У 2023 році інфляція почне знижуватися, а економіка повернеться до зростання – Інфляційний звіт. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/u-2023-rotsi-inflyatsiya-pochne-znijuvatisya-a-ekonomika-povernetsya-do-zrostannya--inflyatsiyuiy-zvit>
32. Фрідман М., Фрідман Р. Свобода обирати: Наша позиція / Пер. з англ. Київ: Нове видання, 2007. 356 с.
33. Шість років інфляційного таргетування в Україні: над чим варто задуматися? LB.ua. URL: <https://cutt.ly/E1TvX7k>
34. Aizenman J., Hutchison M., Noy I. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. *World Development*, Elsevier, 2011. Vol. 39(5). P. 712-724.
35. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019. Washington, DC. International Monetary Fund. 2020. 3787 p.
36. Александрова М. М., Маслова С. О. Гроші. Фінанси. Кредит: Навчально-методичний посібник. Київ: ЦУЛ, 2002. 352 с.
37. Ball L., Sheridan N. Does inflation targeting matter? NBER Working Paper, March 2003. № 9577. P. 45-56.
38. Baranovskyi O. I., Kuzheliev M. O., Zherlitsyn D. M., Sokyрко O. S., Nechyporenko A. V. Econometric models of monetary policy effectiveness in Ukraine. *Financial and Credit Activity-Problems of Theory and Practice*. 2019. № 3(30). P. 226-235.
39. Barro R. J., Gordon D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*. 1983. Vol. 12. № 1. P. 101–121.

40. Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F. S., Posen A. S. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton. 1999. 326 p.
41. Bernanke B. S., Mishkin F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic perspectives*. 1997. Vol. 11. № 2. P. 97–116.
42. Branson W. H. Monetarist and Keynesian Models of the Transmission of Inflation. *The American Economic Review*, 1975. № 65(2). P. 115-119.
43. Brito R., Bystedt B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010. Vol. 91. Iss. 2. P. 198-210.
44. Campbell C. D., Dolan E. G., Campbell R. G. *Money, Banking, and Monetary Policy*. Chicago: Dryden Press. 1988. 617 p.
45. Goodfriend M. How the world achieved consensus on monetary policy. *Journal of Economic Perspectives*. 2007. Vol. 21. № 4. P. 47–68.
46. Jahan S. Inflation Targeting: Holding the Line. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm#author>
47. Kuzheliev M., Zherlitsyn D., Rekunenko I., Nechyporenko A., Nemsadze G. The impact of inflation targeting on macroeconomic indicators in Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2020. № 15 (2). P. 94-104.
48. Kydland F. E., Prescott E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*. 1997. Vol. 85. № 3. P. 473–491.
49. Mishkin F. S. Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2008. № 44(6). P. 5-16.
50. Mishkin F. S. International Experiences with Different Monetary Regimes. *Journal of Monetary Economics*, 1999. № 43(3). P. 579-606.
51. Orphanides A., Williams J. Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates. *Bookings Paper on Economics Activity*, 2002. Vol. 2002. № 2. P. 63-118.

52. Phillips A. The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom 1861–1957. *Economica*, 1958. № 25(100). P. 283-299.
53. Reichlin L., Baldwin R. Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis. London. Centre for Economic Policy Research, 2013. 139 p.
54. Reynard S. Maintaining low inflation: Money, interest rates, and policy stance. *Journal of Monetary Economics*, 2007. Vol. 54, № 5. P. 1441–1471.
55. Romer D. *Advanced macroeconomics*. 5th ed. McGraw-Hill: Irwin, New York, 2019. 782 p.
56. 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. P. 37-55.
57. Stiglitz J. E. The failure of inflation targeting. Project Syndicate, May 2008. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting>
58. Svensson L. E. Inflation targeting. In *Handbook of monetary economic*. Working paper. National Bureau of Economic Research, Massachusetts. 2007. № 16654. P. 113-120.
59. Svensson L. E. O. Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of monetary economics*. 1999. Vol. 43. № 3. P. 607–654.
60. The Key Policy Rate as the Main Monetary Policy Instrument. National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/en/monetary/tools#section-2>
61. Van der Merwe E. J. Inflation targeting in South Africa. Working paper. South African Reserve Bank, Pretoria, July. 2004. № 19. 265 p.
62. Vega M., Winkelried D. Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*, 2005. Vol. 1, № 3. P. 153-175.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Таблиця А.1

Особливості застосування режиму таргетування інфляції в різних країнах

	Країна	Період початку застосування режим	Темп інфляції в момент початку застосування режиму, %	Цільовий показник інфляції в сучасний період, %
1	Нова Зеландія	1990	3.30	1 - 3
2	Канада	1991	6.90	2 +/- 1
3	Великобританія	1992	4.00	2
4	Австралія	1993	2.00	2 - 3
5	Швеція	1993	1.80	2
6	Чеська Республіка	1997	6.80	3 +/- 1
7	Ізраїль	1997	8.10	2 +/- 1
8	Польща	1998	10.60	2.5 +/- 1
9	Бразилія	1999	3.30	4.5 +/- 1
10	Чилі	1999	3.30	3 +/- 1
11	Колумбія	1999	9.30	2 - 4
12	Південна Африка	2000	2.60	3 - 6
13	Таїланд	2000	0.80	0.5 - 3
14	Угорщина	2001	10.80	3 +/- 1
15	Мексика	2001	9.00	3 +/- 1
16	Ісландія	2001	4.10	2.5 +/- 1.5
17	Південна Корея	2001	2.90	3 +/- 1
18	Норвегія	2001	3.60	2.5 +/- 1
19	Перу	2002	-0.10	2 +/- 1
20	Філіппіни	2002	4.50	4 +/- 1
21	Гватемала	2005	9.20	5 +/- 1

Продовження табл. А.1

22	Індонезія	2005	7.40	5 +/- 1
23	Румунія	2005	9.30	3 +/- 1
24	Сербія	2006	10.80	4 - 8
25	Туреччина	2006	7.70	5.5 +/- 2
26	Вірменія	2006	5.20	4.5 +/- 1.5
27	Гана	2007	10.50	8.5 +/- 2
28	Албанія	2009	3.70	3 +/- 1

Джерело: складено автором за [8]