

doi:

УДК 338.246:336.748.12

Д. Г. Хохич

кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри економічної теорії ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", Київ, Україна, dmitriykneu@gmail.com
ORCID ID: <https://0000-0003-3787-939>

МЕХАНІЗМ ВЗАЄМОДІЇ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ

Анотація. У статті розглянуто механізм взаємодії таргетування інфляції та економічного зростання в середньостроковій перспективі. Проаналізовано потенційні канали цього впливу, а також сучасні дослідження, які підтверджують наявність такого взаємозв'язку. Проведено порівняння наслідків інфляційного таргетування в різних країнах. На прикладі України перевірено достовірність гіпотези про зниження інфляції, волатильності рівня цін через канал інфляційних очікувань, що вказує на ендогенність рішення Національного банку щодо переходу до режиму інфляційного таргетування. Ця гіпотеза підтверджується також на прикладі країн, що розвиваються, де монетарні інститути залежні від політичної влади. Наголошено на необхідності посилення уваги монетарної влади до каналу обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики та поступової дедоларизації національної економіки як чинника впливу на рівень інфляції в країні. Надано рекомендації щодо вибору оптимальної стратегії монетарної політики в Україні для забезпечення її економічного зростання.

Ключові слова: інфляційне таргетування, економічне зростання, інфляційні очікування, монетарна політика, валютний курс, цінова стабільність.

Рис. 1. Табл. 2. Літ. 27.

Dmytro Khokhych

Ph. D. (Economics), Associate Professor, SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman", Kyiv, Ukraine, dmitriykneu@gmail.com
ORCID ID: <https://0000-0003-3787-939>

MECHANISM OF INTERACTION OF INFLATION TARGETING AND ECONOMIC GROWTH IN UKRAINE

Abstract. The article studies the interaction mechanism of inflation targeting and economic growth in a mid-term perspective. The potential channels of this influence are analyzed as well as modern economic studies testing their performance. The effects of the various options for implementing inflation targeting in countries targeting inflation are compared. On the example of Ukraine, the reliability of the hypothesis of inflation reduction, price level volatility through the inflation expectations channel is tested, which confirms the endogenous nature of the decision of the National Bank for a gradual transition to the inflation-targeting regime. Inflationary expectations of economic agents have a positive effect on the dynamics of real output if they are confident that the monetary authorities will achieve inflation targets. The high volatility of inflation, in contrast, contributes to uncertainty, which leads to higher costs for firms and higher prices. This, in turn, makes borrowed funds more expensive and reduces investment. This hypothesis is also confirmed in developing countries, where the institutions of monetary authorities are highly dependent on political power. The necessity of increasing the attention of the monetary authorities to the exchange rate channel of the transmission

mechanism of monetary policy and the gradual de-dollarization of the economy as a negative factor in influencing the inflation rate in Ukraine is indicated. Despite the specifics of money transmission channels in dollarized economies, which are mainly developing countries, the use of inflation targeting introduces positive signals for economic entities. The use of a mixed inflation-targeting regime, including free currency exchange rate formation, made it possible for the central bank to achieve the planned inflation target level. This suggests that the implementation of the inflation targeting policy has been successful under the conditions of soft pegging to the exchange rate. Based on the analysis, recommendations are formulated for choosing the optimal strategy for economic growth of the monetary policy regime in Ukraine.

Keywords: inflation targeting, economic growth, inflation expecting, monetary policy, currency rate, prices stability.

JEL classification: E31, E52, E58.

Д. Г. Хохич

кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри економічної теорії ГВУЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", Київ, Україна

МЕХАНИЗМ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА В УКРАИНЕ

Аннотация. В статье рассмотрен механизм взаимодействия таргетирования инфляции и экономического роста в среднесрочной перспективе. Проанализированы потенциальные каналы этого влияния, а также современные исследования, подтверждающие наличие такой взаимосвязи. Сопоставлены последствия инфляционного таргетирования в разных странах. На примере Украины проверена достоверность гипотезы о снижении инфляции, волатильности уровня цен через канал инфляционных ожиданий, что указывает на эндогенность решения Национального банка в отношении постепенного перехода к режиму инфляционного таргетирования. Эта гипотеза подтверждается также на примере развивающихся стран, где монетарные институты зависимы от политической власти. Подчеркивается необходимость усиления внимания монетарной власти к каналу обменного курса трансмиссионного механизма монетарной политики и постепенной дедолларизации национальной экономики как фактора влияния на уровень инфляции в стране. Представлены рекомендации по выбору оптимальной стратегии монетарной политики в Украине для обеспечения ее экономического роста.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, экономический рост, инфляционные ожидания, монетарная политика, валютный курс, ценовая стабильность.

Ефективність монетарної політики визначається її спроможністю досягати цінової й фінансової стабільності шляхом згладжування циклічних коливань у економіці. Низька інфляція на одному рівні є обов'язковою передумовою макроекономічної стабільності, високих і стійких темпів економічного зростання, стримання безробіття, а також підвищення інвестиційної привабливості України. Однак унаслідок невиконання зобов'язань центрального банку досягти кількісних цілей щодо інфляції протягом середньострокового періоду постало питання проведення монетарної політики в режимі інфляційного таргетування.

Теоретичні засади формування й практичного застосування інфляційного таргетування розкрито в багатьох західних дослідженнях. Так, Н. Ше-

рідан і Л. Болл розглядають вплив вибору цього режиму на обсяг виробництва в розвинутих країнах за допомогою методу “різниця різниць” (*difference in differences*). Оскільки в ролі залежної змінної вони використовують зважені за декілька років рівні випуску (що дає змогу пом’якшити циклічні коливання), коефіцієнт при змінній інфляційного таргетування в їхній моделі можна інтерпретувати як оцінку впливу цього режиму монетарної політики на економічне зростання. Згадані автори не виявили жодного істотного ефекту та дійшли висновку, що інфляційне таргетування не впливає на довгостроковий випуск у економіці [1].

Аналогічний висновок робить і К. Е. Уолш, котрий теж аналізує показники розвинутих країн, застосовуючи як емпіричну стратегію оцінку шляхом “порівняння в міру схильності” (*propensity score matching*) [2]. У. Фанг, С. Міллер і К. Лі вдаються до такого самого методу та отримують подібний результат, при цьому їх аналіз поширюється й на країни, що розвиваються [3]. Р. Бріто та Б. Бістедтом також не виявлено позитивного впливу переходу до інфляційного таргетування на зростання економіки [4]. Отже, на думку авторів ранніх праць, із точки зору стимулювання довгострокового зростання такий режим неефективний.

Єдиним винятком стало дослідження Ї. Ху. Він дійшов висновку, що перехід до інфляційного таргетування стимулює зростання. Проте в цій праці використовується простий дескриптивний аналіз (порівняння зміни середніх темпів зростання в країнах, які таргетують і які не таргетують інфляцію), тому висновки видаються менш надійними: можливо, виявлений ефект пояснюється не монетарною політикою, а іншими істотними відмінностями між групами країн, котрі порівнюються [5].

У переліку більш сучасних досліджень взаємозв’язок інфляційного таргетування та обсягу випуску представлений інакше. Так, А. Моллік, Р. Кабрал і Ф. Карнейро оцінюють ефект переходу до цього режиму на панельних даних за допомогою як статичних, так і динамічних моделей. У другому випадку для ідентифікації коефіцієнтів застосовується узагальнений метод моментів. Вчені аналізують показники не лише розвинутих країн, а й тих, що розвиваються. Хоча результати інфляційного таргетування для цих груп країн відрізняються, в обох випадках виявлено істотний позитивний вплив цього режиму монетарної політики на економічне зростання [6]. Ю. Куріхара також використовує узагальнений метод моментів і наголошує, що інфляційне таргетування стимулює економічне зростання [7]. Аналогічний висновок зроблено на основі моделі із фіксованими ефектами Г. Х. де Гьюмаресом, С. Сузою, Х. Ф. де Мендонсою, Дж. П. де Андрадеком [8].

К. Айрес, А. Беласен і А. Катан у рамках динамічної моделі на панельних даних дослідили як коротко-, так і довгостроковий ефект інфляційного таргетування та встановили, що в короткостроковому періоді перехід до цього режиму зменшує обсяг випуску (що цілком природно, адже його введення зазвичай асоціюється з обмеженнями у сфері монетарної політики), а в дов-

гостроковому, навпаки, збільшує, повністю перекриваючи короткостроковий негативний вплив [9].

Ф. С. Картаєв не виявив особливого ефекту для країн, що розвиваються (всі змінні показники монетарної політики є значущими щонайбільше на 10-відсотковому рівні), однак відкрив істотний позитивний ефект для розвинутих країн. Причому, як і згідно з висновками попередньо згаданих дослідників, він проявляється не відразу, а в довгостроковій перспективі, з лагом у три роки [10].

Таким чином, у сучасних емпіричних дослідженнях, на відміну від більш ранніх, наводиться низка доказів на користь позитивного впливу інфляційного таргетування на економічне зростання. Може видатися, що нові висновки пояснюються використанням альтернативної емпіричної методології (останнім часом застосовується узагальнений метод моментів і моделі із фіксованими ефектами замість різниці різниць або порівняння в міру схильності). Проте серед сучасних досліджень є ті (наприклад, проведене Г. Хейл, А. Філіпповим), які підтверджують використання того ж методу порівняння в міру схильності [11]. Вони також констатують, що перехід до інфляційного таргетування стимулює зростання економіки з лагом в три роки. Отже, річ насамперед не в емпіричній стратегії (висновки стійкі стосовно вибору економетричних методів), а в накопиченні нових, повніших даних про довгострокові наслідки зміни режиму монетарної політики.

Питання щодо застосування режиму таргетування інфляції задля досягнення цінової стабільності є предметом вивчення відомих вітчизняних учених, таких як А. А. Гриценко, Б. М. Данилишин, Т. О. Кричевська, В. М. Міщенко, О. І. Петрик [12–14] та ін. Утім, у зв'язку з неоднозначними висновками стосовно механізму взаємодії та впливу інфляційного таргетування на економічне зростання, особливо в країнах, що розвиваються, окреслена проблематика потребує подальшого дослідження.

Метою статті є аналіз механізму взаємодії інфляційного таргетування та його вплив на процеси економічного зростання в середньостроковій перспективі (від трьох до п'яти років).

В умовах сьогодення рішення, котрі приймаються органами монетарної влади, можуть впливати на якість економічного зростання. З цим погоджується й Рада Національного банку України. У стратегії монетарної політики НБУ від 13 липня 2018 р. зазначається, що пріоритетом центрального банку є досягнення та підтримка цінової стабільності в державі [15]. Згідно зі ст. 1 Закону України “Про Національний банк України”, цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання в середньостроковій перспективі (від трьох до п'яти років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін [16]. Національний банк сприяє додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілі щодо цінової стабільності. Отже, перед центральним банком стоїть непросте завдання: з одного боку,

досягти запланованих показників інфляції, з другого – забезпечити підтримку економічного зростання. Тому НБУ прийняв рішення про перехід до політики плаваючого валютного курсу й таргетування інфляції.

Європейський центральний банк визначає інфляційне таргетування як стратегію монетарної політики, спрямовану на підтримання стабільності цін та зосереджену на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети [12, с. 27]. У західній економічній літературі під інфляційним таргетуванням розуміється режим грошово-кредитної політики, за якого виконуються такі умови: 1) центральний банк публічно оголошує середньострокові цільові показники інфляції, котрих він намагається досягти; 2) цінова стабільність визнається першочерговою ціллю монетарної політики; 3) схема прийняття рішень зі встановлення конкретних параметрів для інструментів грошово-кредитної політики містить більше інформації, ніж просто валютний курс або грошові агрегати (враховуються показники ринку праці, фіскальна політика, реальна й номінальна ставки процента тощо); 4) монетарна влада постійно інформує громадськість про свої рішення та їх причини; 5) монетарна влада несе відповідальність перед суспільством за зобов'язаннями, пов'язаними з досягненням цільових показників інфляції [17, с. 328]. Таким чином, інфляційне таргетування – це монетарний режим, що характеризується публічним проголошенням офіційного цільового рівня інфляції або його інтервалу на середньострокову перспективу з чітко визначеними і зрозумілими громадськості діями монетарної влади, спрямованими на приведення фактичного рівня інфляції до її цільового показника за допомогою короткострокової процентної ставки та інших інструментів монетарної політики.

У світовій практиці інфляційне таргетування донедавна вважалося найефективнішим методом боротьби з інфляцією. Але останнім часом критика на адресу його прихильників лунає дедалі частіше, оскільки центральні банки зосереджуються переважно на цільових показниках інфляції, що може в майбутньому призвести до проблем унаслідок високої волатильності реального випуску чи валютного курсу, а також надвисоких процентних ставок, а це негативно позначається на інвестиціях і економічному зростанні. Тому важливо зрозуміти, чи впливає на показники останнього перехід до інфляційного таргетування, і якщо так, то яким є характер цього впливу та за рахунок яких механізмів він виникає.

З огляду на те, що безпосередньою метою монетарної влади в рамках інфляційного таргетування виступає низький та стабільний рівень інфляції, найочевиднішим потенційним каналом впливу цього режиму монетарної політики на реальний випуск може бути такий: перехід до таргетування інфляції знижує її рівень і волатильність, а нижча й більш прогнозована інфляція, у свою чергу, стимулює зростання економіки. Оскільки ключову роль в приведенні інфляції до цільового рівня при цьому відіграє зменшення інфляційних очікувань, цей канал можна назвати каналом очікувань. Для оцінки його практичної придатності слід перевірити дві гіпотези: 1) ви-

користання режиму інфляційного таргетування сприяє зниженню рівня інфляції; 2) зниження рівня інфляції саме по собі стимулює зростання економіки.

Істинність наведених гіпотез не очевидна та потребує тестування на емпіричних даних. Стосовно першої гіпотези: просте порівняння середньої зміни рівня інфляції в країнах, які таргетують і не таргетують інфляцію, показує, що такий монетарний режим уповільнює зростання цін, однак цей ефект може спостерігатися виключно через ендогенність рішення про перехід до нього. Якщо до інфляційного таргетування переходять країни з високою інфляцією, то її зниження протягом наступних років може бути пов'язане не із застосуванням нового режиму монетарної політики, а з тим, що в момент переходу інфляція була аномальною, істотно вищою від довгострокового середнього рівня (цей ефект відомий як регресія до середнього).

Індекс споживчих цін в Україні у 2014 та 2015 рр. становив 24,9 і 43,3 % відповідно, що стало рекордним показником за останніх 10 років (рисунок). Це змусило НБУ вже на початку 2014 р. зважитися на болісний, але конче необхідний перехід до гнучкого обмінного курсу. Разом із тим платою за небажання приймати непопулярне рішення щодо відмови від штучної стабільності обмінного курсу гривні стали дві хвилі девальвації, котрих зазнала держава впродовж звітного року. Для протидії висо-

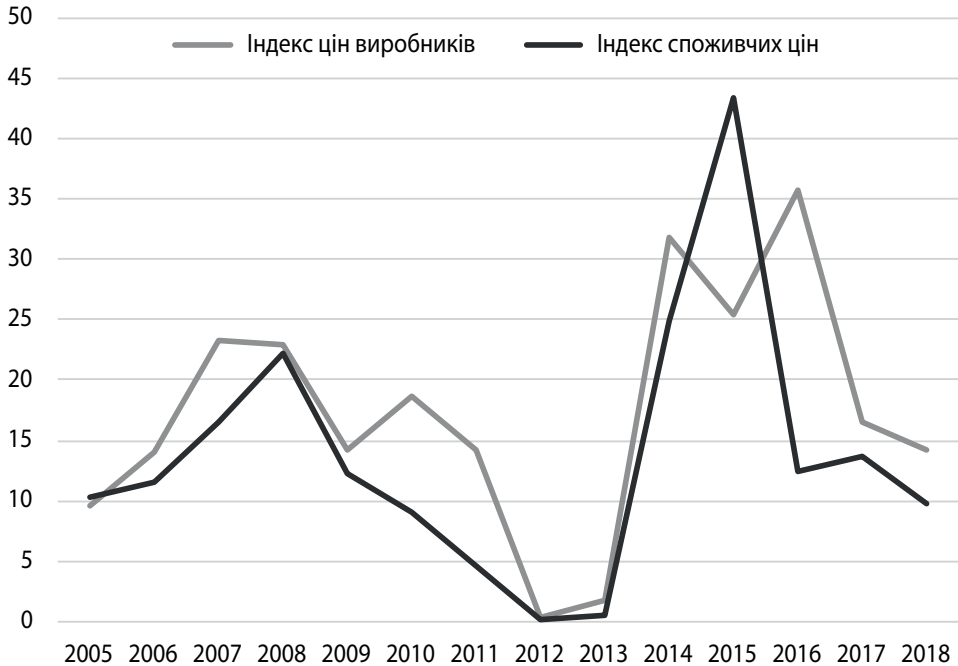


Рисунок. Динаміка індексів споживчих цін та цін виробників в Україні протягом 2005–2018 рр.

Побудовано автором.

кому інфляційному й девальваційному тиску НБУ був змушений вдатися до тимчасового застосування інструментів адміністративного регулювання, а з 2015 р. почав поступово запроваджувати інфляційне таргетування, що передбачає спрямування монетарної політики на забезпечення цінової стабільності. Результатом стало досягнення у 2016 р. рівня інфляції $12\% \pm 3$ в. п. На нашу думку, різке її зниження у 2016 р. підтверджує першу гіпотезу, пов'язану з ендегенністю рішення монетарної влади про перехід до інфляційного таргетування.

При цьому можливі декілька варіантів розв'язання проблеми ендегенності. Перший – при оцінюванні ефекту впливу інфляційного таргетування за допомогою методу різниці різниць включати в рівняння в ролі контрольної змінної початковий рівень інфляції. Якщо різниця в динаміці цін пояснюється не таргетуванням інфляції, а виключно її початковим рівнем, то при додаванні його до регресії коефіцієнт при змінній інфляційного таргетування повинен бути статистично незначущим. Другий варіант передбачає використання двокрокового методу найменших квадратів: вибір інструментальних змінних, релевантних (корельовано з рішенням про прийняття інфляційного таргетування) і екзогенних (не пов'язаних із початковим рівнем інфляції). В цьому випадку можна отримати довершену оцінку коефіцієнта за змінної інфляційного таргетування.

Третій варіант полягає в порівнянні країн максимально схожих між собою, одна з котрих прийняла рішення про перехід до інфляційного таргетування, а друга – ні. Ця ідея використовується в межах методу порівняння в міру схильності, що його за оцінкою впливу інфляційного таргетування на динаміку цін застосовують у своїх дослідженнях ряд західних учених [10, с. 66]. Нарешті, четвертий варіант – оцінка динамічних моделей на панельних даних за допомогою узагальненого методу моментів, який дає змогу одночасно враховувати при моделюванні й попередні рівні інфляції, і специфіку країни. Саме цей підхід застосовується в праці Ф. С. Картаєва, де оцінюється ефект для підвибірки як розвинутих країн, так і тих, що розвиваються. Крім того, в ній порівнюється ефективність інфляційного таргетування з результативністю інших режимів монетарної політики, зокрема таргетування грошової маси, котре є менш ефективним у боротьбі з інфляцією [10].

Висновки, зроблені на підставі аналізу досліджень згаданих вище авторів, про вплив режиму інфляційного таргетування на обсяг реального випуску наведено в табл. 1. Як бачимо, вони не суперечать один одному. В усіх випадках при оцінюванні впливу інфляційного таргетування на рівень інфляції у країнах, що розвиваються, підтверджується гіпотеза про значне зниження її рівня та волатильності цін у разі застосування цього монетарного режиму. Натомість у розвинутих країнах інфляція зменшується не так відчутно, а інколи й неістотно. Відмінності в результатах аналізованих досліджень можуть бути спричинені тим, що в країнах, які розвиваються, інфляційне таргетування сприяє збільшенню довіри населення до заяв орга-

Таблиця 1. Висновки дослідників щодо впливу переходу до інфляційного таргетування на динаміку реального випуску

Праця (автори, рік видання)	Метод оцінки	Країни, що беруть участь у вибірці	Висновок про вплив інфляційного таргетування на динаміку випуску
Ї. Ху (Y. Hu), 2003	Дескриптивний	Розвинуті й ті, що розвиваються	Позитивний
Н. Шерідан і Л. Болл (N. Sheridan, L. Ball), 2005	Різниця різниць	Розвинуті	Немає впливу
К. Е. Уолш (C. E. Walsh), 2009	Порівняння в міру схильності	Розвинуті	
У. Фанг, С. Міллер, К. Лі (W. Fang, S. Miller, C. Lee), 2009		Розвинуті й ті, що розвиваються	
Р. Бріто, Б. Бістедт (R. Brito, B. Bystedt), 2010	Узагальнений метод моментів	Ті, що розвиваються	Негативний
А. Моллік, Р. Кабрал, Ф. Карнейро (A. Mollick, R. Cabral, F. Carneiro), 2011	Модель із фіксованими/ випадковими ефектами, узагальнений метод моментів	Розвинуті й ті, що розвиваються	Позитивний
Ю. Куріхара (Y. Kurihara), 2013	Узагальнений метод моментів		
К. Айрес, А. Беласен, А. Катан (K. Ayres, A. Belasen, A. Kutan), 2014			
Г. Хейл, А. Філіппов (G. Hale, A. Philipppov), 2015	Порівняння в міру схильності		
Ф. С. Картаєв, 2016	Узагальнений метод моментів		Позитивний у розви- нутих країнах; немає впливу в краї- нах, що розвиваються
Г. Х. де Гьумарес е Суза, Х. Ф. де Мендонса, Дж. П. де Андрадек (G. J. de Guimaraes e Souza, H. F. de Mendonca, J. P. de Andraderac), 2016	Модель із фіксованими ефектами		Позитивний

Складено автором.

нів монетарної влади про наміри боротися з інфляцією, що дає змогу знизити інфляційні очікування й, відповідно, рівень інфляції. Така думка підтверджується висновками фахівців МВФ, що, незважаючи на специфіку каналів грошової трансмісії в доларизованих економіках, котрими переважно є країни, які розвиваються, введення інфляційного таргетування дає позитивні сигнали для економічних суб'єктів. Це пов'язано з тим, що прозора та непередбачувана монетарна політика центрального банку за цього режи-

му забезпечує невисокі інфляційні очікування, а отже, сприяє зниженню рівня доларизації економіки [18]. На погляд Т. О. Кричевської, основною причиною запровадження інфляційного таргетування є не характер інфляційних процесів в Україні, а проблеми макроекономічного регулювання, прив'язки де-факто курсу гривні до долара США [12, с. 27].

У розвинутих країнах репутація центральних банків не викликає сумнівів, завдяки чому вони можуть успішно стабілізувати рівень цін без використання номінального якоря. Вдалим прикладом такої стабілізації виступає політика Федеральної резервної системи США, котрій вдається підтримувати низький рівень інфляції без формального переходу до інфляційного таргетування.

Отже, перша гіпотеза підтверджується (здебільшого для країн, що розвиваються, та меншою мірою для розвинутих). Переходимо до тестування другої гіпотези, згідно з якою зниження інфляції стимулює економічне зростання.

У рамках традиційних макроекономічних моделей загальної рівноваги в довгостроковій перспективі ціни абсолютно гнучкі, тому темпи інфляції не впливають на реальний випуск. Водночас є низка змістовних доказів на користь того, що високі темпи підвищення цін, а також їх мінливість негативно позначаються на обсязі як інвестицій, так і заощаджень, а це, у свою чергу, стримує економічне зростання. Негативний вплив на величину інвестицій зумовлений істотною невизначеністю щодо відносних цін у майбутньому внаслідок надмірної інфляції, що відчутно знижує стимули до їх здійснення. Крім того, швидке збільшення цін може підвищувати витрати компаній на прийняття рішення про їх перегляд, а також на реалізацію нової цінової політики, а це негативно відбивається на реальному випуску. Низька волатильність інфляції, навпаки, сприяє зменшенню невизначеності, що призводить до скорочення премії за ризик, а це, у свою чергу, спричиняє здешевлення кредитних ресурсів та стимулює інвестиції.

Негативний вплив інфляції на обсяг заощаджень пов'язаний із тим, що вона зменшує реальний дохід домогосподарств, наприклад за рахунок падіння заробітної плати працівників соціальної сфери, а також соціально вразливих верств населення (через їх неповну індексацію), що призводить до скорочення заощаджень. Хоча згідно з класичною теорією їх рівень визначається реальною ставкою процента та не повинен піддаватися впливу інфляції, в умовах недосконалості фінансових ринків країн, що розвиваються, домогосподарствам важко захистити свої заощадження від знецінення. Таким чином, за високої інфляції вони віддають перевагу споживанню й, відповідно, менше заощаджують. До того ж великий інфляційний податок може послабити стимули домогосподарств до праці, як наслідок знижується її пропозиція, а отже, рівноважні рівні зайнятості та реального випуску. З огляду на зазначене, руйнівний характер гіперінфляції для економіки очевидний. Однак залишається питання: цей негативний ефект проявляється тільки в разі гіперінфляції чи також за повільнішого збільшення цін.

Стандартом економетричних досліджень впливу інфляції на економічне зростання виступають порогові регресії (*threshold regressions*), котрі дають змогу оцінити критичний рівень інфляції, в разі перевищення якого вона починає негативно відбиватися на економічній динаміці. Західні автори по-різному визначають такий її рівень. Деякі з них вважають, що для розвинутих країн він становить 1 %, а для тих, що розвиваються, – 11 %, інші називають цифри 2,5 і 17,5 % відповідно [10, с. 69].

В останніх працях, що присвячені аналізу взаємозв'язку інфляції та економічного зростання, не лише оцінюються порогові регресії для інфляції, а й аналізуються чинники, котрі впливають на рівень порогу. Так, Дж. Егго і М. Хан на основі аналізу динамічної моделі на панельних даних із м'яким граничним переходом (*panel smooth transition regression model*) доходять висновку, що країни з розвинутою фінансовою системою та відкритою економікою більше страждають від високої інфляції [19]. Р. Ібарра, Д. Трапкін проаналізували, яким чином на критичний рівень інфляції впливає якість інститутів та виявили, що для держав із якіснішими інститутами її граничний рівень нижчий, а негативний ефект від його перевищення набагато істотніший [20]. Результати, отримані авторами цих двох праць, свідчать про менший граничний рівень інфляції в розвинутих країнах порівняно з тими, що розвиваються, оскільки перші характеризуються кращими показниками фінансового розвитку та якості інститутів.

Детальний огляд більш ранніх досліджень впливу інфляції на економічне зростання можна знайти в працях М. Бруно, В. Естерлі, В. Полтеровича, М. Сарела, С. Фішера. Так, М. Сарел на підставі аналізу вибірки з 87 країн світу за період 1970–1990 рр. встановив граничне значення 8 %, нижче якого інфляція не відбивається на економічному зростанні або здійснює неістотний позитивний вплив на нього; водночас, якщо інфляція більша за 8 %, присутній стійкий, потужний негативний ефект. На його думку, наявність так званого структурного розлому, котрий виникає за річних темпів інфляції у 8 %, може розглядатись у ролі граничної величини при встановленні монетарною владою орієнтирів підвищення цін. Таким чином, змінюючи параметри функціонального цінового механізму, можна позитивно впливати на економічну динаміку [21]. С. Фішер у ролі граничного, за межами котрого інфляція негативно впливає на економічне зростання, визначив її рівень у 15 % річних [22].

Описана закономірність підтверджується емпіричним дослідженням показників інфляції й економічного зростання за період 1960–1992 рр. для 127 країн, проведеним М. Бруно та В. Естерлі. Авторами виявлено існування оберненої залежності між цими показниками, оскільки найвищі темпи зростання реального випуску (в середньому 2,6 % на рік) були зафіксовані в країнах, де рівень інфляції становив не більш ніж 5 % річних, а найнижчі (в середньому мінус 6,7 % на рік) – у країнах із рівнем інфляції понад 1000 % річних [23]. Отже, можна припустити, що інфляційний коридор пролягає в межах 20 % на рік: інфляція на рівні 20 % є межею нульового економічного

Таблиця 2. Оцінка граничного рівня інфляції, в разі перевищення якого її подальше посилення негативно впливає на економічне зростання, %

Праця (автори, рік видання)	Розвинуті країни	Країни, що розвиваються
М. Сарел (M. Sarel), 1995	8	
Б. Грош, Л. Філіпс (B. Grosh, L. Phillips), 1998	3	
М. Хан, А. Сенхаджі (M. Khan, A. Senhadji), 2001	1–3	11–12
Р. Бурдекін та ін. (R. Burdekin et al.), 2004	3	8
А. Сепехрі, С. Моширі (A. Sepehri, S. Moshiri), 2004	5	15
Р. Еспіноза та ін. (R. Espinoza et al.), 2010	1	11
М. Кремер та ін. (M. Kremer et al.), 2013	3	17
Дж. Егго, М. Хан (J. Eggo, M. Khan), 2014	3	10–12
Р. Ібарра, Д. Трапкін (R. Ibarra, D. Trupkin), 2016	4	19

Складено автором.

зростання, а її стабілізація на рівні, нижчому від 20 %, позитивно впливає на обсяг довгострокового реального випуску.

Результати оцінки граничних рівнів інфляції різними дослідниками наведено в табл. 2. Як бачимо, вони відрізняються по групах країн, що дає змогу виокремити ряд авторів, котрі оцінюють вплив на випуск не рівня інфляції, а її волатильності. Найпоширенішим підходом є використання моделі EGARCH-M, що дає можливість врахувати асиметричний ефект зростання та зменшення впливу мінливості інфляції на реальний випуск. Б. Уїлсон оцінює вплив волатильності інфляції на зростання в Японії та резюмує, що її підвищення негативно відбивається на реальному випуску [24]. К. Неанідіс і К. Савва дійшли такого самого висновку, використовуючи аналогічну методологію для країн Великої сімки [25]. Р. Бхар та Г. Маллік аналізують дані по США й також встановили, що посилення волатильності інфляції стримує зростання випуску. На їхню думку, велика волатильність інфляції пов'язана з її швидкими темпами [26]. Тому, якщо органи монетарної влади допускають високі темпи зростання цін, то це обов'язково призведе до істотної невизначеності щодо інфляції.

Альтернативним каналом впливу вибору номінального якоря монетарної політики на економічне зростання є валютний. На думку деяких дослідників, при переході до політики інфляційного таргетування потрібно прийняти режим плаваючого валютного курсу. Втім, таке рішення пов'язане з негативними наслідками. По-перше, воно може призвести до посилення волатильності валютного курсу, що породжує високі ризики для міжнародного бізнесу та скорочення обсягу випуску. По-друге, різкі курсові коливання спричинятимуть істотну волатильність інфляції внаслідок ефекту перенесення валютного курсу (*exchange rate pass-through*), що зробить інфляційне таргетування неефективним. У свою чергу, прихильники зазначеного

режиму монетарної політики наголошують, що його використання необов'язково передбачає повну відмову від контролю валютного курсу. Як приклад вони наводять Чехію, котра успішно реалізує політику інфляційного таргетування в умовах режиму м'якої прив'язки (*soft peg*) до валютного курсу [27]. Режим монетарної політики, за якого до цільової функції центрального банку крім інфляції входить валютний курс, називають гібридним (змішаним) інфляційним таргетуванням. Тому важливо з'ясувати вплив ефекту перенесення валютного курсу в економіці на ефективність цього режиму.

Згідно з методологією Н. Шерідана та Л. Болла, де порівнюються результати двох груп країн, котрі таргетують інфляцію, причому перша група використовує управління валютним курсом, а друга – ні, управління валютним курсом скорочує середнє відхилення фактичної інфляції від прогнозованого монетарною владою цільового орієнтиру, зменшує розрив між ним та інфляційними очікуваннями й у цілому сприяє швидшому зниженню темпів зростання цін, не позначаючись при цьому на волатильності випуску. Так, Ф. С. Картаєв, аналізуючи панельні дані по 176 країнах за допомогою моделі із фіксованими ефектами, встановив, що управління валютним курсом за режиму інфляційного таргетування краще стимулює економічне зростання порівняно з чистим інфляційним таргетуванням (яке не включає валютні інтервенції) та з режимом фіксованого валютного курсу (не включає таргетування інфляції) [10, с. 70].

Враховуючи специфіку національної економіки, НБУ прийняв рішення використовувати змішаний режим інфляційного таргетування (включає валютні інтервенції). При цьому виникла дилема компромісного вибору між шириною цільового інтервалу таргета й довжиною часового горизонту для проведення ефективної монетарної політики. Короткий цільовий горизонт може ускладнити довго- та середньострокове планування реального випуску, а отже, призвести до уповільнення економічного зростання, а середньостроковий горизонт не завжди є оптимальним. Його застосування виправдане в тому випадку, коли головним завданням центрального банку є підтримання вже досягнутого рівня таргета.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. В Україні центральний банк наділений повною монетарною владою здійснювати вплив на інфляційні процеси. Це також можна розглядати як стимул для НБУ реалізувати ефективну політику інфляційного таргетування за високої цінової волатильності. В умовах значної фінансової доларизації економіки, чималого дефіциту державного бюджету й зовнішнього боргу, а також невеликого обсягу золотовалютних резервів цільова функція таргетування повинна орієнтуватися на взаємозв'язок величини облікової ставки та міжбанківської процентної ставки, що надалі впливатиме на валютний курс. Зазначене дає підстави стверджувати, що в середньостроковій перспективі облікова ставка в Україні тяжітиме до зниження, а застосування середньострокового горизонту є виправданим у тому випадку, коли ціль щодо рівня інфляції вже досягнута й головним завданням НБУ залишається його підтримання.

Уповільнення темпів інфляції до 7,4 % у 2019 р. і наступний цикл пом'якшення монетарної політики спричинять гнучкіше застосування режиму інфляційного таргетування, що дасть змогу досягти інфляційної цілі 5 % у 2020 р. Сьогодні це підтверджується, зокрема, тенденцією зміцнення обмінного курсу гривні, що сприяє уповільненню інфляції. Гривня й надалі впевнено поліпшує свої позиції та залишається найефективнішою валютою у світі з початку цього року. За останніх дев'ять місяців її безготівковий курс підвищився відносно долара США на 11,74 % – кращою на світовому валютному ринку за цей час була тільки динаміка дорожочінних металів. Отже, курс національної валюти може бути стабільним завдяки зростанню економіки. До речі, нещодавно агентство "Fitch Ratings" підвищило довгострокові рейтинги дефолту України з рівня "B-" до "B" до гривні й іноземної валюти, а також спрогнозувало уповільнення інфляції до 8,5 % у 2019 р. і до 5,7 % у 2021 р. На переконання експертів цього агентства, падінню інфляції сприятимуть гнучкість обмінного курсу та прагнення НБУ дотримуватися ключових показників зростання економіки. Це означає, що довіра до України підвищується, а ризики, пов'язані з кредитоспроможністю, знижуються.

Водночас стрімке збільшення внутрішнього попиту й високі темпи зростання заробітної плати стимулюватимуть стрибок цін. Так, прискорення зростання ВВП у II кв. 2019 р. до 4,6 % у річному вимірі було спричинене переважно пожвавленням внутрішнього споживання на тлі стрімкого поліпшення споживчих настроїв. Внутрішні політичні ризики для зменшення інфляції до цілі знизилися разом із початком роботи Верховної Ради нового скликання та формуванням нового Уряду. Це відкриває можливість для активізації переговорів із МВФ щодо нової програми співпраці.

Цикл пом'якшення монетарної політики триватиме за умови стійкого уповільнення інфляції до цілі 5 %. Темп зменшення облікової ставки до нейтрального рівня 8 % залежатиме як від внутрішніх, так і від зовнішніх ризиків. Наприклад, є можливості для швидшого зниження облікової ставки в разі прискорення темпів економічного зростання та проведення структурних реформ. Натомість, у випадку реалізації проінфляційних ризиків, зокрема через збереження тиску з боку попиту, процес пом'якшення монетарної політики буде більш поступовим.

Список використаних джерел

1. Sheridan N., Ball L. Does inflation targeting matter? *The inflation targeting debat* / B. S. Bernanke, M. Woodford (eds.). Chicago : University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, 2005. P. 249–276.
2. Walsh C. E. Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*. 2009. Vol. 12. No. 2. P. 195–233.
3. Fang W., Miller S., Lee C. What can we learn about inflation targeting? Evidence from time-varying treatment effects. *University of Connecticut Working Paper*. 2009. No. 14R.
4. Brito R., Bystedt B. Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence. *Journal of Development Economics*. 2010. Vol. 26. No. 3. P. 519–532.

5. Hu Y. Empirical investigations of inflation targeting. *Institute for International Economics Working Paper*. 2003. No. 03–06.
6. Mollick A., Cabral R., Carneiro F. Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling*. 2011. Vol. 33. No. 4. P. 537–551.
7. Kurihara Y. Does adoption of inflation targeting reduce exchange rate volatility and enhance economic growth? *Journal of World Economic Research*. 2013. Vol. 2. No. 6. P. 104–109.
8. De Guimaraes e Souza G. J., de Mendonca H. F., de Andrader J. P. Inflation targeting on output growth: A pulse dummy analysis of dynamic macroeconomic panel data. *Economic Systems*. 2016. Vol. 40. No. 1. P. 145–169.
9. Ayres K., Belasen A., Kutan A. Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*. 2014. Vol. 2. No. 36. P. 373–388.
10. Картаев Ф. С. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? *Вопросы экономики*. 2017. № 2. С. 62–74.
11. Hale G., Philippov A. Is transition to inflation targeting good for growth? *FRBSF Economic Letter*. 2015. No. 2015-14.
12. Гриценко А. А., Кричевська Т. О., Петрик О. І. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наук. доп. / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2008. 271 с.
13. Данилишин Б. М. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. № 2. С. 9–25.
14. Міщенко В. І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності. *Фінанси України*. 2015. № 1. С. 29–46.
15. Про стратегію монетарної політики Національного банку України : рішення Ради Національного банку України від 13.07.2018 № 37-рД. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18>.
16. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.
17. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. Київ : Основи, 1998. 963 с.
18. Leiderman L., Maino R., Parrado E. Inflation Targeting in Dollarized Economies. *IMF Working Paper*. 2006. No. 06/157.
19. Eggo J., Khan M. On the nonlinear relationship between inflation and economic growth. *Research in Economics*. 2014. Vol. 68. No. 2. P. 133–143.
20. Ibarra R., Trupkin D. Reexamining the relationship between inflation and growth: Do institutions matter in developing countries? *Economic Modelling*. 2016. Vol. 52, Part B. P. 332–351.
21. Sarel M. Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Paper*. 1996. No. 43. P. 199–215.
22. Fischer S. The Costs and Benefits of Disinflation. *Framework for Monetary Stability*. London : Kluwer Academic Publishers, 1994. P. 31–42.
23. Bruno M., Easterly W. Inflation Crisis and Long-Run Growth / World Bank. 1994, Nov.
24. Wilson B. The links between inflation, inflation uncertainty and output growth: New time series evidence from Japan. *Journal of Macroeconomics*. 2006. Vol. 28. No. 3. P. 609–620.

25. Neanidis K., Savva C. Macroeconomic uncertainty, inflation and growth: Regime-dependent effects in the G7. *Journal of Macroeconomics*. 2013. Vol. 35. No. C. P. 81–92.
26. Bhar R., Mallik G. Inflation, inflation uncertainty and output growth in the USA. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*. 2010. Vol. 389. No. 23. P. 5503–5510.
27. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC : International Monetary Fund, 2015.

References

1. Sheridan, N., Ball, L. (2005). Does inflation targeting matter? In B. S. Bernanke, M. Woodford (Eds.). *The inflation targeting debat* (pp. 249–276). Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research.
2. Walsh, C. E. (2009). Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*, Vol. 12, No. 2, 195–233.
3. Fang, W., Miller, S., & Lee, C. (2009). What can we learn about inflation targeting? Evidence from time-varying treatment effects. *University of Connecticut Working Paper*, 14R.
4. Brito, R., Bystedt, B. (2010). Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence. *Journal of Development Economics*, Vol. 26, No. 3, 519–532.
5. Hu, Y. (2003). Empirical investigations of inflation targeting. *Institute for International Economics Working Paper*, 03–06.
6. Mollick, A., Cabral, R., & Carneiro, F. (2011). Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, No. 4, 537–551.
7. Kurihara, Y. (2013). Does adoption of inflation targeting reduce exchange rate volatility and enhance economic growth? *Journal of World Economic Research*, Vol. 2, No. 6, 104–109.
8. De Guimaraes e Souza, G. J., de Mendonca, H. F., & de Andrader, J. P. (2016). Inflation targeting on output growth: A pulse dummy analysis of dynamic macroeconomic panel data. *Economic Systems*, Vol. 40, No. 1, 145–169.
9. Ayres, K., Belasen, A., & Kutun, A. (2014). Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 2, No. 36, 373–388.
10. Kartaev, F. S. (2017). Is inflation targeting useful for economic growth? *Economic issues*, 2, 62–74 [in Russian].
11. Hale, G., Philippov, A. (2015). Is transition to inflation targeting good for growth? *FRBSF Economic Letter*, 2015-14.
12. Hrytsenko, A. A., Krychevska, T. O., & Petryk, O. I. (2008). *Inflation targeting institute: foreign experience and implementation prospects in Ukraine*. Kyiv: NAN Ukrainy, Instytut ekonomiky ta prohnozuvannia [in Ukrainian].
13. Danylyshyn B. M. (2018). Main directions of monetary policy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2, 9–25 [in Ukrainian].
14. Mishchenko V. I. (2015). The role and functions of monetary transmission mechanism in ensuring price stability. *Finance of Ukraine*, 1, 29–46 [in Ukrainian].
15. National Bank of Ukraine. (2018). *On the monetary policy strategy of the National Bank of Ukraine* (Decree No. 37-рД, July 13). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-18> [in Ukrainian].
16. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *On the National Bank of Ukraine* (Act No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> [in Ukrainian].

17. Mishkin, F. S. (1998). *The economics of money, banking and financial markets*. Kyiv: Osnovy [in Ukrainian].
18. Leiderman, L., Maino, R., & Parrado, E. (2006). Inflation Targeting in Dollarized Economies. *IMF Working Paper*, 06/157.
19. Eggo, J., Khan, M. (2014). On the nonlinear relationship between inflation and economic growth. *Research in Economics*, Vol. 68, No. 2, 133–143.
20. Ibarra, R., Trupkin, D. (2016). Reexamining the relationship between inflation and growth: Do institutions matter in developing countries? *Economic Modelling*, Vol. 52, Pt. B, 332–351.
21. Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Paper*, 43, 199–215.
22. Fischer, S. (1994). The Costs and Benefits of Disinflation. In *Framework for Monetary Stability* (pp. 31–42). London: Kluwer Academic Publishers.
23. Bruno, M., Easterly, W. (1994, November). *Inflation Crisis and Long-Run Growth*. World Bank.
24. Wilson, B. (2006). The links between inflation, inflation uncertainty and output growth: New time series evidence from Japan. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 28, No. 3, 609–620.
25. Neanidis, K., Savva, C. (2013). Macroeconomic uncertainty, inflation and growth: Regime-dependent effects in the G7. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 35, No. C, 81–92.
26. Bhar, R., Mallik, G. (2010). Inflation, inflation uncertainty and output growth in the USA. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, Vol. 389, No. 23, 5503–5510.
27. International Monetary Fund. (2015). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Washington, DC: Author.