

УДК 338.23:336.748.12](477)  
JEL Classification: E 580, G 180

© Нікіфоров П.О., Ткач Є.В., 2022  
p.nikiforov@chnu.edu.ua, e.tkach@chnu.edu.ua

Чернівецький національний університет імені Юрія Федьковича, Чернівці

## РЕЖИМ ПРЯМОГО ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ У МОНЕТАРНІЙ ПОЛІТИЦІ НБУ: ДОСВІД ЗАСТОСУВАННЯ ТА ОЦІНКИ

*Більш ніж тридцятирічний досвід застосування режиму прямого інфляційного таргетування дав надзвичайно важливий досвід та значний емпіричний матеріал для оцінок його ефективності у великій кількості країн, як розвинених, так і з ринками, які розвиваються. Ці оцінки занадто суперечливі, неоднозначні, навіть протилежні, і головне – всі вони наполягають на обов'язковому урахуванні специфіки країни.*

*Інституціональна специфіка економіки України, її структурні проблеми, абсолютна відкритість, значний інфляційний потенціал унаслідок домінування немонетарних чинників інфляції підкреслюють проблематичність вибору пріоритетної мети монетарної політики – інфляційного таргетування. Методи та отримані наслідки цінової націленості на зниження інфляції суттєво неоднозначні, роблять підтримку низького та стабільного рівня інфляції за умов плаваючого валютного курсу неможливою. В Україні вкрай необхідно відмовитись від жорсткого дотримання постулатів інфляційного таргетування та переходити до реалізації дискреційної монетарної політики з ширшим набором цільових орієнтирів.*

**Ключові слова:** монетарна політика, центральний банк, інфляція, інфляційне таргетування, економічне зростання, валютний курс, кризові явища, немонетарні чинники інфляції, інституціональні обмеження, структурні обмеження.

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах визначальним каналом реалізації заходів впливу на економіку країни з боку держави є монетарна сфера, а фінансові інститути (особливо банківський сектор) і відповідні ринки виступають тою головною ланкою, яка передає та поширює необхідні імпульси на реальну економіку та домогосподарства. Проте це відбувається тоді, коли центральний банк обрав адекватні цілі монетарної політики, які оптимально поєднані із фіскальними важелями держави та знаходяться в рамках обраної правильної стратегії макроекономічного розвитку в цілому. В умовах наростання кризових явищ (пандемія, повномасштабна російсько-українська війна) головним завданням НБУ та його монетарної політики є забезпечення необхідними інструментами антикризового впливу держави на економіку, необхідним обсягом грошової маси для забезпечення економічного зростання та кредитного стимулювання бізнесу і населення, котрі зазнають найбільш негативного впливу кризових явищ. Саме ці обставини визначають необхідність глибокого аналізу сучасної макроекономічної ситуації в Україні, монетарної політики НБУ, щоб з урахуванням світового досвіду обрати такі напрями антикризової монетарної політики, які б, з одного боку, максимального сприяли пом'якшенню наслідків кризових явищ, а з іншого – забезпечували б найбільш ефективний вплив на економічне стимулювання розвитку реальної економіки, економічне зростання та фінансову стабільність.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Монетарна теорія і практика має тривалу історію теоретичних дискусій та практичних напрацювань. Протягом останніх тридцяти років вона кардинально змінилась, хоча в Україні ми до цих пір суттєво відчуємо вплив теорій, концепцій, гіпотез кінця ХХ століття. Погляди на монетарну політику НБУ в країні теж змінювалися, сьогодні вони достатньо істотно відрізняються в окремих фахівців. В останній період у працях І. Богдана, Б. Данилишина [1; 2; 3], А. Дроб'язко., О. Любіча [4], Т. Єфіменко [5], С. Корабліна [6; 7], О. Дзюблюка [8], О. Шарова [9] та інших викладено широке коло підходів до напрямів досліджень актуальних проблем сучасної монетарної політики, її оцінок з точки зору впливу на інфляційні процеси, економічне зростання, фінансову стабільність і безпеку.

Водночас, саме події останніх років значно актуалізували роль і значення монетарної політики, а застосування НБУ режиму інфляційного таргетування у монетарній політиці викликало і викликає багато дискусійних моментів, суперечливих (часто протилежних) оцінок його (даного режиму) ефективності у специфічних умовах України.

**Виділення не розв'язаних раніше частин загальної проблеми.** У сучасних умовах розгортання кризових явищ в Україні (війна і пандемія) гостро постала необхідність усеосяжного перегляду як стратегій, так і набору інструментів монетарної політики, яка не повинна замикатися винятково на одній цілі – досягненні

певного рівня інфляції, ігноруючи не менш важливі цілі економічного зростання та стимулювання зайнятості. Аргументований відхід від прямого інфляційного таргетування є сьогодні нагальним завданням реальної політики НБУ. Роль академічної спільноти полягає у тому, щоб довести системним аналізом макроекономічної ситуації в Україні фундаментальних характеристик режиму інфляційного таргетування, його (цього режиму) вкрай обмежені можливості ефективного впливу на розвиток національної економіки.

**Формування цілей статті.** Цілі статті – аналіз окремих концептуальних визначень і оцінок режиму таргетування інфляції у системі монетарної політики, його ефективності в політиці НБУ в дискурсі ключових цілей монетарної політики та їх змін у світі і в Україні під впливом кризових явищ.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Монетарна політика і теорією, і практикою визначається як найважливіша складова фінансового регулювання економіки як невід’ємний елемент державної економічної політики. Як правило, наголошується на ключовій ролі цієї політики у забезпеченні макроекономічної стабільності, стійкості національних грошей, економічного зростання, низьких рівнів інфляції тощо. В умовах нормального економічного розвитку ЦБ у рамках монетарного регулювання економіки, як правило, згладжує коливання кон’юнктури в рамках циклу, намагаючись протидіяти розвитку великої інфляції чи зростанню безробіття та, навпаки, стимулювати економічне зростання. У періоди розгортання кризових явищ в економіці, спричинених дією зовнішніх чи внутрішніх шоків, ЦБ вибудовують «нестандартну» монетарну політику, якою намагаються адекватно реагувати на негативні соціально-економічні наслідки кризи.

Але у будь-якому випадку для реалізації своїх завдань ЦБ розбудовує певну, мабуть, найбільш оптимальну, на його думку, стратегію монетарної політики, власну монетарну програму, яка в українській спеціальній літературі отримала назву монетарного режиму. Така стратегія на практиці реалізується через відповідні канали монетарної трансмісії, які базуються на обраній головній меті монетарного регулювання, тобто обраному режимі таргетування валютного курсу, грошової маси, процентних ставок, приросту кредитів, інфляції, номінального ВВП. Це означає, що ЦБ зобов’язується утримувати динаміку обраного макропоказника на проголошеному рівні протягом певного періоду часу.

Монетарна історія знає приклади таргетування всіх вищезазначених макропоказників, проте саме інфляційне таргетування, яке передбачає публічне оголошення кількісних показників інфляції та взяття на себе ЦБ зобов’язання досягати цих показників протягом певного періоду, стало за останні двадцять років найбільш поширеною монетарною програмою як серед розвинених країн, так і серед тих, що розвиваються [8].

Водночас світова практика засвідчила скоріше загальну неефективність монетарної політики, побудованої на режимі інфляційного таргетування (ІТ), особливо під час пандемічної кризи, коли стала зрозумілою недостатня гнучкість і дієвість ЦБ у спробах стимулювати економіку, долати рецесію, в цілому негативні наслідки зовнішніх шоків [7; 12].

Центральні банки, обстоюючи правовий статус незалежної інституції, концентрували власні зусилля з монетарного регулювання винятково на цій стабільності, не беручи до уваги інші ключові стратегічні завдання соціально-економічного розвитку країни, які при кризових явищах в економіці явно вимагали свого виконання – стимулювання економічної активності, зайнятості, недопущення рецесії.

Класичні підходи монетарної теорії та практики до змісту діяльності ЦБ наголошують, що в рамках «магічного чотирикутника» цілей економічної політики держави (економічне зростання, повна зайнятість, стабільна купівельна спроможність грошей та рівновага платіжного балансу), коли неможливо досягнути всіх цілей одразу, монетарна політика ЦБ безпосередньо спрямована на дві останні цілі (при цьому повинна сприяти уряду у досягненні двох перших цілей) за допомогою інструментів, притаманних винятково ЦБ, в першу чергу грошової маси, валютного курсу та рівня процентних ставок на ринку. Саме тому ефективність діяльності ЦБ в економіці та суспільстві в цілому головним чином залежить від обраного монетарного режиму, точніше від обраних конкретних цілей монетарної політики, тобто від таргетування динаміки певного макропоказника. Грошові агрегати, обмінний курс або рівень цін в якості «якоря» монетарного регулювання якраз і визначають специфіку побудови наявного в країні монетарного режиму, точніше режиму монетарної політики як певного різновиду таргетування – монетарного, валютного чи інфляційного.

Монетарна історія другої половини ХХ ст. свідчить, що активне використання таргетів (цілей) як способу побудови і реалізації монетарної політики почалось у 70-х роках

минулого століття і під впливом світової енергетичної кризи тих часів, і, мабуть, після кінцевої руйнації Бреттон-Вудської системи, демонетизації золота та формування винятково кредитної (боргової) природи сучасних грошей, отже, виходу інфляції на перший план. Звідси і монетарна політика, налаштована передусім на подолання інфляції, за рекомендаціями Чиказької школи монетаристів, усе більше почала використовувати монетарне таргетування як режим відповідної політики, тому що розміри грошової маси, темпи її приросту згідно з постулатами М. Фрідмена, визначали макродинаміку, у тому числі і динаміку цін.

Але водночас в рамках такого монетарного режиму фахівці почали вбачати та виявляти недоліки, пов'язані з нестабільністю кредитного процесу та, відповідно, показника мультиплікатора грошової маси, нестабільністю не тільки попиту на гроші, але і швидкості їх обігу, – і все це суттєво зменшувало можливості ЦБ впливати на інфляційні процеси [7; 8].

А тому вже у 90-х роках ХХ ст. багато країн почали кардинальні зміни у монетарній політиці своїх ЦБ, які і пов'язані з поступовим переходом до прямого інфляційного таргетування, коли стратегічна мета економічної політики збіглася з проміжною метою політики ЦБ, і такою метою оголошувався таргет інфляції. Ключовою метою такого режиму було і є зниження інфляційних очікувань населення і бізнесу, зростання їх довіри до політики ЦБ, тому що встановлювався номінальний якір монетарної політики, найбільш відповідний до цінової стабільності та, що дуже суттєво, з'являється ясний і чіткий для населення і бізнесу, для громадськості і ринків критерій діяльності монетарної влади. Крім цього, це також режим дискреційної монетарної політики, який передбачає вибір таких грошово-кредитних інструментів, які дозволять досягти мети, які найбільш придатні в конкретній ситуації та конкретному макросередовищі. Немає жорсткої регламентації у застосуванні конкретних інструментів, сам ЦБ вирішує це в кожний період часу.

У монетарній практиці конкретний механізм реалізації режиму ІТ практично у всіх країнах, за рекомендаціями МВФ, обов'язково передбачав виконання таких умов:

а) ЦБ публічно оголошує ціновий орієнтир (наприклад, ІСЦ) єдину середньострокову мету монетарної політики фіксує кількісні параметри показника інфляції;

б) цінова стабільність інституційно закріплюється як першочергова мета політики ЦБ;

в) ЦБ з підвищеною мірою відповідальності та підзвітності постійно інформує громадськість і ринки про свої рішення та їх причини, в постійному режимі коментує наявну в країні ситуацію і у грошовому обігу, і на фінансових ринках та в економіці в цілому;

г) ЦБ самостійно визначає трансмісійний механізм монетарної політики, тобто встановлює конкретні параметри для інструментів монетарного регулювання (як і самі інструменти), він може охоплювати і валютний курс, і грошові агрегати, і процентні ставки та взагалі будь-які інші макроекономічні монетарні показники, на які ЦБ має вплив.

Більш ніж тридцятирічний досвід застосування режиму ІТ дав як неоцінений досвід світовому банківництву, так і значний матеріал для численних теоретичних та емпіричних досліджень, у яких здійснено аналіз усього комплексу проблем застосування ІТ як в окремих країнах, так і в групах країн. Узагальнено можна стверджувати, що висновки з цих досліджень часто суперечливі, вони дуже неоднозначно оцінюють результати застосування даного режиму монетарної політики. Контroversійність цього режиму з самого початку його застосування мала значно суперечливі (часто – протилежні) оцінки, тобто викликала гостру дискусію спочатку серед академічної спільноти, а потім у колах, наближених до міжнародних фінансових структур [див. 8, с.54-75].

Особливо гострими були дискусії щодо застосування режиму ІТ у країнах з ринками, що розвиваються, на кшталт України. При більшій увазі окремих авторів до урахування національних особливостей економічного розвитку країн з ринками, що розвиваються, одразу виникає проблема впливу режиму монетарної політики на динаміку економічного зростання та зайнятості, а тому і порівняння ефектів таргетування валютного курсу та інфляції. А для країн із експортно зорієнтованими економіками, а ще в більшій мірі – для малих відкритих економік, у яких сумарний експорт та імпорт сягають 90-100% ВВП країни, регулювання саме валютного курсу виступає найбільш оптимальним монетарним режимом [5; 7].

Узагалі більшість авторитетних (світового рівня) фахівців з монетарного регулювання економіки обґрунтовують негативні наслідки режиму ІТ саме для країн із нерозвиненими ринками, маючи на увазі значну інституційну незрілість цих економік, нерозвиненість ринків, у т.ч. фінансових, слабкі банківські системи, які неспроможні перерозподіляти грошові потоки з такою ж ефективністю (ціновою динамікою) та

швидкістю, як це робиться в розвинених країнах [10]. Нобелівський лауреат з економіки Дж. Стігліц ще у 2011 році у притаманному йому стилі висловлювався у тому сенсі, що більшість країн має достатньо здорового глузду, щоб не здійснювати таргетування інфляції, що ідея про фокусування в монетарній політиці винятково на цінах, і це забезпечить фінансову стабільність і економічне зростання, фундаментально хибна [14].

Із розширенням баз дослідження з'являвся досвід більшої кількості країн, фахівці та експерти все більш критично почали оцінювати даний монетарний режим, стали шукати нові підходи, переглядати традиційні уявлення про ІТ, особливо після світової фінансової кризи 2008-2009 років. Останнім часом цей перегляд активно стимулювався необхідністю боротьби з наслідками світової пандемічної кризи.

При цьому в публікаціях науковців і практиків відбулось достатньо чітке розмежування на переважно позитивні оцінки застосування режиму ІТ для розвинених країн і переважно негативні оцінки щодо країн, які розвиваються. Водночас стверджується, що і ті розвинені країни, які не будували свою монетарну політику на основі режиму ІТ, також досягли значного зниження темпів зростання цін у довгостроковій перспективі (а це підкреслює, що стримування інфляції не залежить прямо від режиму монетарної політики), а що стосується ринків, які розвиваються, то така монетарна політика, досягаючи зниження рівня цін, практично гальмує всі процеси економічного зростання, сприяє появі ризиків короткострокових зовнішніх шоків унаслідок нестабільності обмінного курсу та перенесення її на внутрішні ціни [13].

Саме перехід до плаваючого валютного курсу, будучи визначальним елементом режиму ІТ, провокує недовіру з боку суб'єктів економіки до ЦБ, їх нерациональну поведінку на ринку, і є, на погляд фахівців, фундаментально хибним для певної групи країн з ринками, що розвиваються. У таких країнах ЦБ дуже обмежені у впливі на економіку інструментами монетарного регулювання внаслідок слабкорозвинених, малодієвих каналів монетарної трансмісії, наприклад, кредитного та процентного. У таких країнах структура національної економіки, її інституціональна визначеність, особливо якість ринкових інститутів, інформаційний потенціал не дозволяють ЦБ зосереджуватися винятково на досягненні бажаного рівня інфляції, адже треба також розуміти, що через структурні реформи, стимулювання економічного зростання сама по собі ринкова економіка може нівелювати вплив

немонетарних чинників інфляції, які в таких економіках, як правило, домінують.

Окрім цього, у країнах з ринками, що розвиваються, відсутня стабільна та ефективна фіскальна політика, яка забезпечує постійно належну дохідну базу бюджету, тобто наявне фіскальне домінування та необхідність монетизації державного боргу, що якраз і не «працює» на інституційну незалежність ЦБ у здійсненні монетарної політики [3].

Україна належить до країн з ринками, які розвиваються. На відміну від розвинених країн, її економіка надзвичайно відкрита (експорт та імпорт разом перевищують вартісно ВВП країни), структура цієї економіки аж ніяк не ринково-оптимальна для сучасності, структура експорту та імпорту має фундаментальні хибни. У неї, виходячи з макромонетарних параметрів, слабка і нерозвинена банківська система, слабкі фінансові ринки, вкрай низький рівень монетизації економіки.

Нарешті, що суттєво важливо (на цьому необхідно наголошувати), вітчизняна економіка об'єктивно, в силу наявних кількісних та якісних характеристик має значний інфляційний потенціал [6; 7]. Вона мала його протягом усієї незалежної історії України, він особливо посилювався під час глобальної пандемічної кризи, сьогодні – в умовах російсько-української війни, а в майбутньому, у довгостроковій перспективі динаміка інфляційних процесів, безумовно, буде залежати не стільки від якості монетарної політики НБУ, скільки від інституціональних умов її реалізації, від структурних змін у реальній економіці та у фінансовому секторі, який з існуючим рівнем фінансової глибини просто не може сьогодні перерозподіляти грошові потоки з такою ж ефективністю і швидкістю, як це робиться у розвинених країнах. Безумовно, економіка України і за кількісними параметрами, і за якісними характеристиками далека від стандартів розвинених країн, ці різні економіки мають різну швидкість і якість реакції на цінові імпульси та різну природу самих цих імпульсів.

Інфляція в Україні має і завжди мала багаточинникову природу, тож її причини категорично не можна пояснювати суто монетарною політикою НБУ. Найбільшими суттєвими немонетарними причинами інфляції протягом багатьох років були низький рівень конкурентних засад в економіці внаслідок її монополізації, функціонування збиткових підприємств, отже, нерентабельне споживання ресурсів, слабка і тривала у часі реакція виробництва на зміни у попиті, якісні та кількісні характеристики фінансової системи національної економіки.

Проте розробка та реалізація монетарної політики останніх років свідчить, що регулятор або не усвідомлює, або свідомо ігнорує саму природу інфляційних процесів в Україні. НБУ в рамках режиму ІТ визначає головним інструментом боротьби з інфляцією облікову ставку (орієнтир ціни грошей як фінансового ресурсу), впливаючи на її динаміку, а тим – через механізм монетарної трансмісії, впливаючи і на таргет інфляції. Але ж цей інструмент є передусім засобом контролю над інфляцією попиту, тобто власне саме монетарною інфляцією, яка виникає внаслідок нарощування обсягів грошової маси, активізації банківського кредитування, тобто через політику «дешевих грошей», заходи «кількісного пом'якшення» під час криз. В Україні природа інфляційних процесів не просто «дещо інша», а кардинально не схожа з інфляційними процесами розвинених країн, у нас абсолютно домінує інфляція витрат.

Така інфляція зумовлена не тільки зростанням витрат виробництва, але і дією в цілому ринкового середовища, ринкових (структурних) умов національної економіки. В Україні серед структурних і кон'юнктурних обмежень економічного зростання, як і двадцять років назад, продовжують домінувати саме перші, структурні, які і стають дедалі жорсткішими, і саме вони найбільше формують інфляційний потенціал української економіки. А той факт, що у сукупній пропозиції товарів і послуг значну частку складає імпорт (45-50 % річного ВВП країни), ще раз підкреслює особливу роль обмінного курсу у природі вітчизняної інфляції. Безумовно, важливу роль відіграють також монополні ціни на енергоресурси, монополізація окремих сегментів ринків, адміністративне регулювання тарифів, зростання цін на критичні ресурси тощо [8].

Усі наведені чинники ще раз підкреслюють, що сучасна відсоткова політика НБУ для обмеження цінової динаміки не просто недієва, а взагалі має до цього достатньо несуттєве відношення. Але найбільший макроекономічний негатив полягає навіть не в цьому, а в тому, що зростання процентних ставок гальмує (якщо не зупиняє) банківське кредитування реальної економіки, руйнує всі перспективи відновлення економічного зростання в Україні [4]. А відмова від регулювання валютного курсу остаточно означає постійну можливість девальваційних ризиків, тобто у специфічних умовах України це й означає зростання інфляційних очікувань серед усіх економічних суб'єктів і, як висновок, питання: чи вкладається це взагалі в концепцію інфляційного таргетування як (нагадаємо ще раз!) цілком прозорого і зрозумілого для суспільства

і ринків монетарного режиму, який втілює в життя регулятор – НБУ?.

У спеціальній літературі виокремлюють також цілий ряд «складнощів концептуального, технічного та інструментального характеру, що супроводжують реалізацію режиму інфляційного таргетування» в Україні [1; 5; 8]. Насамперед підкреслюється, що першопочаткові умови впровадження даного режиму передбачають попередньо стійкі темпи економічного зростання, відсутність значних попередніх зовнішніх шоків. Невже у 2015 році це все було притаманне Україні?

Окрім цього, підкреслимо, що монетарна політика з режимом інфляційного таргетування сама по собі за об'єктивною природою за визначенням не є драйвером економічного зростання, вона підпорядковує усі монетарні інструменти, весь трансмісійний механізм єдиному завданню, залишаючи осторонь проблеми стимулювання сукупного попиту, зростання кредитування реальної економіки, хоча саме стимулювання виробництва реальних благ є одним з визначальних завдань ЦБ в економіці, не економіка існує для ЦБ, а навпаки, ЦБ для економіки. Людство протягом своєї історії «видумало» безліч фінансових інструментів, і саме для того, щоб стимулювати виробництво товарів і послуг задля задоволення постійно зростаючих і по суті безмежних потреб людей. Це банальна істина, і коли ЦБ своєю політикою гальмує розвиток реальної економіки (завдання вищого порядку для неї), на користь цінової стабільності (завдання більш низького порядку), це означає, що ЦБ країни підпорядковує свою діяльність не загальносуспільним інтересам, а вузькопрофесійним, утилітарним інтересам персоніфікованого суспільного інституту в державі – Центрального банку. До речі, ЦБ розвинених країн під час коронавірусної пандемії на перший план висунули потребу підтримки бізнесу і населення, навіть якщо це і суперечило цілям щодо рівня інфляції.

Ще раз підкреслимо, що в Україні наявність суттєвого впливу на інфляційні процеси чинників, які не контролюються центральним банком, істотно зменшує ефективність застосування власне монетарних інструментів, інфляція тут визначається не темпами зростання грошової маси, а немонетарними чинниками, а тому правомірно навіть ставити питання про межі відповідальності ЦБ за рівень інфляції, про механізми коректного розподілу цієї відповідальності між різними органами державного управління.

Суттєво ускладнюють ефективну реалізацію режиму ІТ у вітчизняних реаліях і такі моменти:

– відсутність у НБУ досвідченого апарату і сталих напрацьованих традицій прогнозування та відповідної статистичної бази, щоб здійснювати прогнози показників інфляції на постійній основі та корегувати інструментарій монетарної політики. Панування немонетарних чинників інфляції у сучасній Україні актуалізує також проблему створення у структурі НБУ спеціального підрозділу з моніторингу підприємств;

– дієвість облікової ставки та, відповідно, впливу ЦБ на динаміку ринкових процентних ставок (а це головний інструмент реалізації режиму ІТ), вирішально залежить від фінансової глибини економіки, рівня розвитку фінансового ринку в країні та його інфраструктури, а в Україні процентний канал у трансмісійному механізмі монетарної політики працює на обмеження кредитного процесу, зниження рівня монетизації економіки, на рецесійні процеси в реальній економіці;

– даний монетарний режим не передбачає активної валютно-курсової політики, ЦБ не підтримує активно обмінний курс, а це збільшує його волатильність, що в умовах України веде до макроекономічної дестабілізації, тобто руйнує сам механізм інфляційного таргетування [8].

Усі ці труднощі в реалізації режиму ІТ стали чітко зрозумілими, а наслідки – очевидно негативними під час глобальної пандемічної кризи 2020-2021 років. Центробанки провідних країн істотно скорегували пріоритети монетарної політики, почали вживати стимулюючі заходи, шляхом політики «кількісних пом'якшень» стали наповнювати економіку додатковою ліквідністю. Це і є демонстрацією відходу від догм інфляційного таргетування до більш гнучкої, дискреційної монетарної політики підтримки бізнесу і населення, стимулювання попиту, створення робочих місць тощо. Хоча, безумовно, розуміння того, що режим ІТ не виправдовував покладених на нього сподівань, сформувався іще задовго до пандемічної кризи, але саме остання значно прискорило зростання критичних оцінок щодо перспектив цього режиму монетарної політики.

Проте в Україні реалізація монетарної політики від 2015 року, і під час пандемії, і надалі, до початку повномасштабної російсько-української війни, здійснювалася згідно з догматичними підходами інфляційного таргетування, незважаючи на падіння ВВП, прискорення самої інфляції (наприклад, у 2021 році рівень інфляції – 10%, хоча верхня межа

інфляційного таргету на цей рік становила 5%). Сам НБУ публічно визнає вплив різних чинників на розвиток інфляції, проте реалізацію антиінфляційної політики регулятор до останнього моменту здійснював за допомогою процентних інструментів, піднімаючи облікову ставку з 6% до 25% за період пандемії. Як наслідок такої політики – практично згорнуте банківське кредитування реального сектору економіки, банки спрямовують кредитний ресурс в ОВДП і депозитні сертифікати НБУ.

**Висновки.** Вітчизняний ЦБ продовжує наслідувати догми монетаризму 70-х-80-х років ХХ століття, які трактували інфляцію як суто грошовий феномен, викликаний надлишком грошової маси в обігу, він продовжує не бачити здебільшого немонетарну природу інфляційних процесів в Україні, він продовжує протидіяти зростанню цін шляхом маніпулювання процентними ставками, хоча не може не бачити досить чіткі негативні результати такої політики – обмеження кредитування, тобто доступу населення і бізнесу до грошей як ресурсу, зменшення монетизації економіки та її фінансової глибини, зменшення сукупного попиту, падіння виробництва, зростання безробіття [7].

Відсутність позитивної динаміки внутрішнього споживчого попиту (економічного зростання) або дуже слабка і стримана динаміка заради обмеження інфляції як інституціональної самоцілі ЦБ робить діяльність такого ЦБ небезпечною (наголошуємо – небезпечною !!!) для суспільства, тому що заводить, «затягує» національну економіку у довготривалу рецесію.

У країнах з ринками, що розвиваються, перехід до режиму ІТ має свою ціну у вигляді вкрай низьких темпів економічного зростання, високих реальних процентних ставок, гальмування кредитного процесу, слабкої розбудови нових робочих місць, пригнічення внутрішнього попиту. Зрозуміло, що вихід із сьогоденної ситуації, особливо після нашої перемоги та під час повоєнної розбудови економіки, буде полягати у відмові від жорсткого дотримання постулатів інфляційного таргетування та переході до більш сучасних способів реалізації дискреційної монетарної політики, з більш широким набором інструментів монетарного регулювання та різних проміжних цілей (цільових орієнтирів) монетарної політики, пріоритетність яких буде впливати із нагальних потреб економіки і суспільства в даний історичний момент, як це робили і роблять завжди центробанки у розвинених країнах.

### Список літератури

1. Данилишин Б.М., Богдан І.В. Еволюція поглядів на роль політики центрального банку: висновки для України. *Фінанси України*. 2021. № 4. С.7-23.
2. Данилишин Б.М., Богдан І.В. Нейтральна вартість грошей у практиці монетарного регулювання. *Економіка України*. 2021. С.3-22.
3. Данилишин Б.М. Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*. 2020. № 2.- С.7-21.
4. Дроб'язко А.О., Любич О.О., Камінська О.С. Аналіз тенденцій банківського фінансування економіки України у 2021 році. *Фінанси України*. 2021. № 9. С.36-51.
5. Єфіменко Г.І. Монетарні інструменти економічної безпеки держави. *Фінанси України*. 2018. № 1. С.7-30.
6. Кораблін С.О. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків : *монографія* / НАН України, Інститут економіки та прогнозування НАН України. Київ, 2017. 308 с.
7. Кораблін С.О. Монетарна безпека: окремі визначення та оцінки. *Фінанси України*. 2021. № 1. С.7-45.
8. Монетарні важелі стимулювання розвитку економіки України: глобальні виміри та національні інтереси : *монографія* / за ред. д.е.н., проф. Дзюблюка О.В. Тернопіль, 2021. 300 с.
9. Шаров О.М. Монетарний суверенітет в умовах глобалізації. *Фінанси України*. 2019. № 6. С.93-117.
10. Bernanke, B. Woodford, M. The inflation targeting debate. The University of Chicago Press: Chicago, 2005. 458 p.
11. Brito, R., Bystedt, B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, iss. 2, pp. 198-210.
12. Mishkin, F.S., Schmidt-Hebbel, K. Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile, 2007. pp. 291-372.
13. Romer, D. *Advanced macroeconomics*. 5<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill: Irwin, New York, 2019. 782 p.
14. Stiglitz, J. E. *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*. Paper presented at IMF Conference "Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis", Washington DC, 2011. 7-8 March. pp. 37-55.

### References

1. Danylyshyn B.M., Bohdan I.V. Evolution of views on the role of central bank policy: conclusions for Ukraine. *Finances of Ukraine*. 2021. No. 4. PP.7-23.
2. Danylyshyn B.M., Bohdan I.V. The neutral value of money in the practice of monetary regulation. *Economy of Ukraine*. 2021. PP.3-22.
3. Danylyshyn B.M. Prospects for improving the monetary policy of Ukraine. *Finances of Ukraine*. 2020. No. 2.- PP.7-21.
4. Drobyazko A.O., Lyubich O.O., Kaminska O.S. Analysis of the trends of bank financing of the economy of Ukraine in 2021. *Finances of Ukraine*. 2021. No. 9. PP.36-51.
5. Efimenko G.I. Monetary instruments of economic security of the state. *Finances of Ukraine*. 2018. No. 1. PP.7-30.
6. Korablin S.O. Macroeconomic dynamics of Ukraine: the trap of commodity markets: *monograph* / NAS of Ukraine, Institute of Economics and Forecasting of NAS of Ukraine. Kyiv, 2017. 308 p.
7. Korablin S.O. Monetary security: separate definitions and assessments. *Finances of Ukraine*. 2021. No. 1. PP.7-45.
8. Monetary levers for stimulating the development of the economy of Ukraine: global dimensions and national interests: *monograph* / under the editorship of Doctor of Economics, prof. Dzyublyuk O.V. Ternopil, 2021. 300 p.
9. Sharov O.M. Monetary sovereignty in the conditions of globalization. *Finances of Ukraine*. 2019. No. 6. PP.93-117.
10. Bernanke, B. Woodford, M. The inflation targeting debate. The University of Chicago Press: Chicago, 2005. 458 p.
11. Brito, R., Bystedt, B. Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, iss. 2, pp. 198-210.
12. Mishkin, F.S., Schmidt-Hebbel, K. Does Inflation Targeting Make a Difference? In: F.S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.) *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Santiago, Banco Central de Chile, 2007. pp. 291-372.
13. Romer, D. *Advanced macroeconomics*. 5<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill: Irwin, New York, 2019. 782 p.
14. Stiglitz, J. E. *Macroeconomics, Monetary Policy, and the Crisis*. Paper presented at IMF Conference "Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis", Washington DC, 2011. 7-8 March. pp. 37-55.

**Summary**

*Petro Nikiforov, Yevhen Tkach*

**THE REGIME OF DIRECT INFLATION TARGETING IN THE MONETARY POLICY OF THE NBU:  
APPLICATION AND EVALUATION EXPERIENCE**

*Monetary policy, as an integral component of state economic policy, plays a key role in ensuring macro-stability, necessary levels of inflation and stability of exchange rates. All this is oriented to the relevant monetary program of the CB, that is, in Ukraine, to the main principles of the monetary policy of the NBU.*

*Monetary theory and practice has a long history of theoretical discussions and practical developments, it has undergone significant changes over the past thirty years, but the monetary policy of the NBU with the regime of direct inflation targeting continues today to a large extent to follow the dogmas of monetarism of the end of the 20th century.*

*More than thirty years of experience with the direct inflation targeting regime has provided extremely important experience and considerable empirical material for evaluating its effectiveness in a large number of countries, both developed and emerging markets. These assessments are too contradictory, ambiguous, even opposite, and the main thing is that they all insist on taking into account the specifics of the country, the institutional environment, the structure of the economy, etc.*

*The institutional specificity of Ukraine's economy, its structural problems, absolute openness, significant inflationary potential due to the dominance of non-monetary factors of inflation emphasize the problematic nature of choosing the priority goal of monetary policy - inflation targeting. The applied methods and the obtained consequences of price targeting to reduce inflation are extremely negative, significantly ambiguous, making it impossible to maintain a low and stable level of inflation under the conditions of a floating exchange rate. In Ukraine, it is extremely necessary to abandon strict adherence to the postulates of inflation targeting and move to the implementation of a discretionary monetary policy with a wider set of target guidelines.*

**Keywords:** *monetary policy, central bank, inflation, inflation targeting, economic growth, exchange rate, crisis phenomena, non-monetary factors of inflation, institutional constraints, structural constraints.*