

**Віктор КОЗЮК**

доктор економічних наук, професор, академік Академії економічних наук України,  
завідувач кафедри економічної теорії, Тернопільський національний економічний  
університет, Тернопіль, Україна, viktorkozyuk@tneu.edu.ua

ORCID ID: 0000-0002-5715-2983

## **ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ В КРАЇНАХ З СЕРЕДНІМИ ТА НИЗЬКИМИ ДОХОДАМИ: ТРАДИЦІЙНІ ДИЛЕМИ ТА ПОСТКРИЗОВІ ВИКЛИКИ**

---

**Вступ.** Досліджено питання імплементації режиму інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються. Подальші дослідження в цьому напрямку актуалізовані викликами реалізації таргетування інфляції в складному макроекономічному й інституціональному середовищі. Спираючись на огляд робіт з питань теорії і практики реалізації монетарного режиму, виокремлено низку ключових узагальнень.

**Мета** – показати зміни в поглядах на інфляційне таргетування в країнах з ринками, що формуються, а також виокремити ключові виклики цьому режиму в світлі їх економічного та фінансового розвитку, а також в контексті глобальної інтеграції.

**Результати.** Проведено узагальнення основних сучасних тенденцій довкола реалізації політики інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються. Виокремлено кілька принципових царин, довкола яких точаться найбільші дискусії і де має місце істотний прогрес в ефективності монетарної політики: зв'язок цінової та курсової стабільності; проблема реакції на шоки пропозиції; інституціональні драйвери відхилення від цілей; поєднання інфляційного таргетування з макропруденційною політикою. Стверджується, що чим швидше країна просувається на шляху реформ, тим більше послаблюється зв'язок між ціновою та курсовою стабільністю, а шоки умов торгівлі більше нагадують шоки на боці пропозиції. Водночас констатується, що центробанки країн з ринками, що формуються, не можуть оптимально ігнорувати такі шоки через характер інфляційних очікувань. Реакція на шоки пропозиції буде тим менш про-циклічною, чим більшою мірою центробанки користуються довірою, а фінансова система є більш глибокою.

**Висновки.** Поєднання інфляційного таргетування та проактивної макропруденційної політики дасть змогу покращити макроекономічну картину в країнах з ринками, що формуються.

**Ключові слова:** інфляційне таргетування, центральні банки, монетарна політика, цінова стабільність, шоки пропозиції, країни з ринками, що формуються.

**Бібл.: 33.**

**Виктор КОЗЮК**

доктор экономических наук, профессор, академик Академии экономических наук Украины, заведующий кафедрой экономической теории, Тернопольский национальный экономический университет, Тернополь, Украина

**ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ СО СРЕДНИМИ И НИЗКИМИ ДОХОДАМИ: ТРАДИЦИОННЫЕ ДИЛЕММЫ И ПОСТКРИЗИСНЫЕ ВЫЗОВЫ**

**Введение.** Исследованы вопросы имплементации режима инфляционного таргетирования в странах с формирующимися рынками. Дальнейшие исследования в этом направлении актуализированы вызовами реализации таргетирования инфляции в сложной макроэкономической и институциональной среде. Опираясь на обзор работ по вопросам теории и практики реализации данного монетарного режима, выделен ряд ключевых обобщений.

**Цель** – показать изменения во взглядах на инфляционное таргетирование в странах с формирующимися рынками, а также выделить ключевые вызовы данному режиму в свете их экономического и финансового развития, а также в контексте глобальной интеграции.

**Результаты.** Проведено обобщение основных современных тенденций вокруг реализации политики инфляционного таргетирования в странах с формирующимися рынками. Выделено несколько принципиальных сфер, вокруг которых продолжают серьезные дискуссии и где имеет место существенный прогресс в эффективности монетарной политики: связь ценовой и курсовой стабильности; проблема реакции на шоки предложения; институциональные драйверы отклонения от целей; сочетание инфляционного таргетирования с макропруденциальной политикой.

Утверждается, что чем больше страна продвигается на пути реформ, тем в большей степени ослабляется связь между ценовой и курсовой стабильностью, а шоки условий торговли больше напоминают шоки на стороне предложения. В то же время констатируется, что центробанки стран с формирующимися рынками не могут оптимально игнорировать такие шоки в силу характера инфляционных ожиданий. Реакция на шоки предложения будет тем менее о-циклической, чем в большей степени центробанки пользуются доверием, а финансовая система является более глубокой.

**Выводы.** Сочетание инфляционного таргетирования и проактивной макропруденционной политики позволит улучшить макроэкономическую картину в странах с формирующимися рынками.

**Ключевые слова:** инфляционное таргетирование, центральные банки, монетарная политика, ценовая стабильность, шоки предложения, страны с формирующимися рынками.

---

**Viktor KOZYUK**

Dr. Sc. (Economics), Prof. Ternopil National Economic University, Ternopil, Ukraine,  
viktorkozyuk@tneu.edu.ua  
ORCID ID: 0000-0002-5715-2983

**INFLATION TARGETING IN THE COUNTRIES WITH MIDDLE AND LOW INCOME: TRADITIONAL DILEMMES AND POST-CRISIS CHALLENGES**

**Introduction.** It is focused on the problem inflation targeting regime evolvement in emerging market countries. The generalization of key problems is done relying on literature review and overview of empirical works.

**Purpose** of the paper is to show how the way of thinking about inflation targeting in emerging market countries is changed according to their economic and financial development as well as their connections with global economy. It is distinct some of the most disputable and progress-made arrears of inflation targeting in less developed countries: connections between price and exchange rate stability; reactions on the supply-side shocks; institutional drivers of deviations from the targets; co-integration between inflation targeting and macroprudential policy. It is found the more country advanced in the structural reforms the less sensitive price stability to exchange rates movements is and term-of-trade shocks more resemble supply-side shocks. But central banks from emerging market countries couldn't stay neglect of supply-side shocks because of more sensitive inflation expectations to core-inflation reaction on non-core inflation behavior. While commodity shocks may easily deteriorate movements of the most volatile components of price index supply-side shocks are more like persistent in nature. Not to react on them according to orthodox New-Keynesian theory is very risky especially then inflation expectations are not strongly anchored.

**Results.** Deviations from inflation targets are viewed from institutional position meaning that political environment as well as factual central bank's independence is important and markets flexibility, that minimizes costs of stronger reaction on price shocks, is a consequence of structural reforms. Financial stability in emerging markets is viewed from capital flows and exchange rates volatility perspective that may bring additional conflicts with inflation targets.

**Conclusions.** It is stressed that monetary policy in emerging markets will benefited from more active approach on financial imbalances. That is why inflation targeting with pro-active macroprudential policy is shown as example of relevant policy-mix for better macroeconomic performance.

**Keywords:** inflation targeting, central banks, monetary policy, price stability, supply-side shocks, emerging market countries.

**JEL Classification:** E58, E59, O23, Q33.

---

**Постановка проблеми.** Географія інфляційного таргетування продовжує розширюватися, незважаючи на те, що країни з середніми та низькими доходами демонструють низку серйозних структурних відмінностей, порівняно з розвинутими країнами. Такі відмінності відображаються на практиках досягнення та підтримання цінової стабільності. Глобальна фінансова інтеграція істотно вплинула на зміщення акцентів в аналізі проблеми, а розширення кола країн з різними структурними характеристиками зумовило появу додаткових нюансів в ідентифікації шоків чи врахуванні інституціональних характеристик. Так само

розширилося коло відмінностей потенційних преференцій політики. На початках досвіду інфляційного таргетування це розглядалось як відсутність ознак повноцінного режиму (full fledge), сьогодні сприймається як гнучкість практикуючих центробанків щодо пристосування ключових елементів таргетування інфляції до структурних особливостей та цілей політики. Враховуючи вищезазначене та перший досвід інфляційного таргетування в Україні, концентрація на змінах в середовищі реалізації монетарного режиму та його адаптивність до шоків, властивих країнам з ринками, що формуються, залишається актуальною.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідження питань досвіду інфляційного таргетування традиційно концентруються на передумовах запровадження цього монетарного режиму, його оптимальних властивостях чи емпіричних відмінностях у розрізі різних груп.

Щодо передумов, то деякі науковці наголошують на першочерговості досягнення незалежності центробанків із відповідним супроводом з боку релевантної якості інститутів та врядування [1; 2], тоді як інші констатують, що посткризовий досвід у розумінні нежиттєздатності фіксованого курсу є важливішим [3; 4]. Втім, початкові нижчі темпи інфляції, краща фіскальна ситуація та нижча вразливість до зовнішніх шоків вважаються факторами, що підвищують вірогідність запровадження цього монетарного режиму [5; 6]. Це не означає, що увесь ідеалізований набір передумов ефективного запровадження інфляційного таргетування взагалі неможливо зустріти на практиці [7].

Тим не менше, структурні відмінності найчастіше віддзеркалюються в кількісних значеннях інфляційних цілей. Як правило, країни з нижчими доходами обирають вищі інфляційні цілі. Хоча причини цього можуть бути різними: від проблем з якістю інститутів до сили ефекту Баласи-Самуельсона та вразливості до зовнішніх шоків [8; 9; 10]. Це саме стосується ризиків макроекономічної оптимальності цього монетарного режиму та досяжності кількісних цілей. Доларизація, вразливість до шоків умов торгівлі, високі ефекти переносу розглядались як слабкі місця інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються [11; 12]. Тим не менше, майже 20-літній досвід його упровадження в країнах з середніми та низькими доходами вказує на те, що фінансовий розвиток, довіра до монетарної політики, заякорення інфляційних очікувань

та підвищення ефективності врядування суттєво змінюють середовище, в якому центробанки реалізують такий режим. На передній план виходять більш звичні для розвинутих країн проблеми: заякорення довгострокових інфляційних очікувань, гнучкість у реакції на шоки, характер монетарних комунікацій, драйвери потенційного ВВП і роль національного чи глобального ВВП-розриву у поясненні циклічної позиції щодо інфляційного тиску [13; 14; 15].

Запровадження таргетування інфляції в країнах із середніми доходами суттєво розширило базу для порівнянь і дало змогу здійснити низку емпіричних узагальнень. Науковці акцентують або на порівнянні макроекономічних результатів у вибірках країн-таргетерів інфляції та країн з іншими монетарними режимами, або на порівнянні макроекономічної ситуації до і після запровадження інфляційного таргетування. В розрізі обох випадків узагальнення емпіричних досліджень [14; 15; 16] доводить, що інфляційне таргетування привносить суттєві позитивні макроекономічні зміни, які, насамперед, стосуються зниження загальної макроекономічної волатильності та заякорення інфляційних очікувань.

Макроекономічна ефективність інфляційного таргетування також часто розглядається в ракурсі здатності центробанків реагувати на шоки пропозиції та шоки умов торгівлі. Доведено, що від рівня розвитку та інституціональної зрілості залежатиме, наскільки шоки умов торгівлі обмежують центробанк у його прагненні знизити волатильність економіки [14; 15; 17]. Емпіричні роботи вказують, що саме довіра до політики та заякорення інфляційних очікувань суттєво підвищують гнучкість центробанку [18]. Від заякорення очікувань залежатиме те, чи центробанк – таргетер інфляції буде спроможний подолати потенційний конфлікт між цілями щодо інфляції та рухом ді-

лового циклу, траєкторією обмінного курсу, поведінкою агрегованого кредиту тощо [19].

Незважаючи на всебічність вивчення проблеми, варто зазначити, що потребує подальшого аналізу еволюція проблемної сфери інфляційного таргетування, зокрема в розрізі зміни ролі обмінного курсу, характеру реакції на шоки, відхилення від цілей, зв'язку між ціною та фінансовою стабільністю.

**Метою** статті є показати, що середовище реалізації режиму інфляційного таргетування змінюється (вразливість до курсових коливань послаблюється), реакція на шоки може вимагати потенційних відхилень від оголошених цілей, а роль інститутів у забезпеченні цінової стабільності посилюється.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Традиційно (до глобальної фінансової кризи) особливості інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються, розглядалися в дусі “страху перед плаванням” (fear of floating). Цей концепт передбачає, що економіки з ринками, що формуються, мають низку структурних особливостей, які не дають змоги застосувати повністю плаваючий курс, а останній, навіть якщо і оголошується, залишається таким, що коливається у значно вужчих діапазонах, порівняно з потенційно оптимальним рівнем курсової волатильності [20]. До таких особливостей віднесено:

- дуальну структуру експорту, одні компоненти якої краще реагують на курсові корекції, а інші потребують стабільності реального обмінного курсу;
- брак диференціації економіки, внаслідок чого остання стає вкрай вразливою до шоків умов торгівлі, але при цьому стабілізаційні можливості обмінного курсу залишаються низькими через вузькість ринків;
- доларизацію. Сильні балансові ефекти посилюють рестрикційний ухил деваль-

вацій. Зростання значення доларизації пасивів тільки загострює проблему;

- неглибокі та неповні фінансові ринки, внаслідок чого хеджування валютних ризиків є дорогим. В сукупності з рестрикційними очікуваннями девальвацій це призводить до ендегенної доларизації, яка втрачає свою чутливість до обумовленого монетарною політикою рівня інфляції;
- високий ефект перенесення. Чутливість внутрішніх цін до змін обмінного курсу зближує завдання з курсової сталості складовою завдань із підтримання цінової стабільності. Основою більш високого ефекту перенесення є значна імпортна складова у проміжному та кінцевому споживанні, а також брак конкуренції на локальних ринках;
- проциклічність потоків капіталу та їх принципову роль, у результаті чого прискорення внутрішнього кредиту та зростання реального обмінного курсу перетворились на канонічні індикатори раннього діагностування валютно-фінансових криз тощо.

Гіпотезу “страху перед плаванням” критикували з наступних позицій.

По-перше, “страх перед плаванням” маскує “страх перед інфляцією”. Іншими словами, те, що видається за небажання допускати вищу курсову гнучкість, насправді є свідченням обумовленості вищого значення ефекту перенесення вищим рівнем інфляції та її більш волатильним поведінням. Монополізація ринків, інституціональні викривлення в регулюванні ринків також істотно впливають на те, як діятимуть економічні агенти щодо встановлення цін через той чи інший курсовий тиск.

По-друге, нагромадження валютних резервів і відповідні операції з їх стерилізації суттєво обмежують вразливість країн до шоків потоків капіталу. Навіть якщо в нарощу-

ванні зовнішніх активів центробанків можна побачити обмежену вниз курсову гнучкість, можливості реагувати на шоки умов торгівлі чи вплив капіталів з допомогою зниження курсу суттєво підвищились. Отже, викликом ціновій та фінансовій стабільності є не обмінний курс, а брак контр-циклічного макроекономічного менеджменту.

По-третє, внутрішні структурні реформи в багатьох країнах з ринками, що формуються, змінили їх макроекономічний профіль, а тому жорстка обумовленість макрорфінансової стабільності мінімізованою волатильністю валютного курсу не є адекватним відображенням трансформацій, що відбулися за останні два десятиліття. Серед найбільш важливих реформ варто виокремити: розвиток внутрішнього ринку облігацій (local bond market development); посилення інституціональних основ макроекономічної стабільності (незалежність і транспарентність центробанків, фіскальні правила тощо); лібералізація потоків капіталу; демонополізація внутрішніх ринків.

По-четверте, емпіричний аналіз поведінки центробанків підтвердив, що “страх перед плаванням” і певне значення обмінного курсу в структурі функції реакції не є тотожними монетарними режимами. З операційної точки зору, режим “страху перед плаванням” передбачає безпричинне обмеження діапазону курсових коливань, що не є ідентичним будь-якій іншій формі реакції центробанку на коливання обмінного курсу чи то з міркувань дії ефекту перенесення, чи то з міркувань стабілізації ВВП, чи то фінансової стабільності.

Тим не менше, аналіз реакцій центробанків у країнах з середніми доходами на обмінний курс вже тривалий час залишається важливою рисою емпіричного тестування поведінки таргетерів інфляції [14; 15; 19; 21]. Наявність реакції процентних ставок на обмінний курс, а не на відхилення інфляції від

мети сприймається як свідчення гібридного характеру інфляційного таргетування. Наприклад, порівняння функції реакцій Мексики, Бразилії, Чилі та Перу продемонструвало, що тільки центробанк найбільш послідовно реагував на коливання обмінного курсу. Окрім цього, певні дослідження цього явища виявляли, що таргетери інфляції з країн з ринками, що формуються, допускають систематичну реакцію на обмінний курс, навіть якщо не декларують це напрому [22].

Реакція на обмінний курс з боку процентних ставок, які встановлює центробанк, може зумовлюватися наступними факторами:

- за наявності сильного ефекту переносу реакція центробанку на очікувані відхилення фактичної інфляції від цільової вміщують поведінку валютного курсу. Останній може не фігурувати напрому як параметр, на який реагують ставки, але емпірично буде виглядати так, наче центробанк, реагуючи на інфляцію, реагує на валютний курс. Окрім випадків із сильним ефектом переносу, подібна картина може мати місце в країнах зі значним проміжним споживанням імпорту, чи суттєвою часткою імпортованих товарів у структурі кінцевого споживання;
- сильний ефект переносу передбачає, що центробанк включає валютний курс у функцію реакції для підсилення впливу на інфляцію з боку процентних ставок. Однак такий підхід ускладнює комунікації, особливо у випадку, коли траєкторії інфляції та обмінного курсу не збігаються. Мобільність капіталів ускладнюватиме такий варіант поведінки центробанку;
- валютний курс є фактором поведінки ВВП-розриву. У випадку, коли обмінний курс (як правило, у реальному виразі) суттєво впливає на потенційний випуск, реакція на нього може бути виправдана з міркувань поведінки тієї компоненти функції втрат (loss function), яка відповідає за стабіліза-



цію ВВП [23]. Тобто, коли макроекономічна модель центробанку передбачає істотний зв'язок між випуском та реальним обмінним курсом, а прогнозні дані щодо поведінки потенційного випуску вміщують певну долю шуму, включення обмінного курсу в структуру функції реакції може посилити стабілізаційну ефективність центробанку. Однак, у випадку, коли центробанк ефективно враховує в рамках макромоделі взаємозв'язки в економіці, додаткове включення обмінного курсу у функцію реакції може змістити фокус монетарних органів із цінової стабільності на стабільність номінального доходу;

- реакція на обмінний курс продиктована іншими міркуваннями, наприклад, чутливістю фінансової стабільності до балансових ефектів. У випадку, коли фінансовий / реальний сектор функціонує з істотними розривами у валютній структурі активів і пасивів, реакція на обмінний курс може знижувати макроекономічні коливання. Втім, це не виключає появу іншої проблеми. Економічні агенти починають сприймати відносну курсову стабільність з позиції морального ризику (*moral hazard*), а тому сильні балансові ефекти є не наслідком вразливості до курсових коливань, а причиною їх відсутності.

Також помітним явищем в таргетуванні інфляції в країнах із середніми та низькими доходами є поєднання політики процентних ставок з валютними інтервенціями [21]. З позиції ортодоксального бачення цього монетарного режиму валютні інтервенції ускладнюють роботу трансмісійних впливів процентної ставки та погіршують транспарентність, допускаючи наявність ще якихось цілей у центробанку, окрім, власне, інфляційних [11]. Однак пізніше було встановлено, що валютні інтервенції можуть співіснувати з принципом “одна мета – один інструмент” [21].

Перевага комбінування валютних інтервенцій з інфляційним таргетуванням зводиться до наступного. В найпростішій інтерпретації йдеться про ситуацію, коли спостерігаються сильні ефекти переносу, але валютний курс не може виконувати роль номінального якоря макроекономічної стабільності. Складніші ситуації передбачають, що валютні інтервенції покращують досягнення інфляційних цілей у міжчасовому вимірі. Це є випадки, коли платіжний баланс продовжує бути серйозним обмеженням макроекономічної політики, а зовнішня стійкість країни може виявитися вразливою до шоків умов торгівлі та супутніх їм шоків потоків капіталу. Аналогічно, феномен масштабних потоків капіталу (*large capital flow*) продемонстрував, що процентних ставок недостатньо для нейтралізації їх проциклічних ефектів. А супутнє посилення обмінного курсу може спричинити додаткове збільшення боргу, номінованого в іноземну валюту, на тлі погіршення поточного рахунку платіжного балансу (так званий канал прийняття ризику (*risk-taking channel*)).

У випадку подібних ситуацій виникає типова дилема горизонту політики інфляційного таргетування. Не виключено, що валютні інтервенції можуть ускладнювати досягнення інфляційної мети, особливо в ситуаціях, коли потенційно сприятливий тиск у бік сповільнення інфляції з боку можливого укріплення національної валюти обмежується формуванням резервів, продиктованим міркуваннями міжчасової зовнішньої стійкості. В таких ситуаціях певні ускладнення в роботі режиму інфляційного таргетування не можуть бути нівельовані з допомогою виключно комунікацій з приводу ув'язки між цілями політики та релевантними інструментами. Вони демонструють структурну особливість економіки, яка має бути репрезентована в рамках монетарної стратегії і широкого роз'яснення *ex ante*.

Зовнішня заборгованість країни здебільшого виступає додатковим фактором, що спонукає центробанки країн з середніми доходами до активного комбінування валютних інтервенцій з інструментом процентної ставки. “Парадокс цін” (price paradox) є характерним прикладом того, як фінансова вразливість ускладнює досягнення інфляційних цілей [15]. У випадку, коли економічні агенти висловлюють невпевненість у здатності уряду обслуговувати борг в іноземній валюті без суттєвого тиску на резерви, підвищення процентних ставок центробанком може сприйматися як сигнал щодо девальвації валюти в майбутньому. Така інтерпретація дій центробанку заохочує відплив капіталу і подальшу девальвацію, котра прискорює інфляцію і підвищує тягар зовнішньої заборгованості. В результаті з’являється ситуація більш високої інфляції одночасно з високими процентними ставками.

Незважаючи на те, що емпірично звичність виникнення таких епізодів не підтверджена, в окремих випадках вони мали місце. Їх наслідком було однозначне ускладнення із досягнення інфляційних цілей. Затяжне відхилення фактичної інфляції від цільової в умовах, коли центробанк здійснив практично усі кроки, які від нього залежали, підриває політичну легітимність режиму інфляційного таргетування та знижує довіру до монетарних органів. Відновлення макроекономічної стабільності виключно в рамках монетарної політики виглядає ускладненим [15]. Зміна траєкторії первинного бюджетного балансу і відповідні фінансові реформи є необхідною умовою для відновлення підґрунтя, від якого відштовхується центробанк для досягнення інфляційної мети.

Іншим важливим питанням аналізу проблеми зв’язку між інфляцією та валютним курсом є напрям зв’язку. Як вже зазначали,

значущі ефекти переносу є структурною рисою економік країн з середніми та низькими доходами. В світлі цього логічно очікувати вектор впливу від обмінного курсу на інфляцію. В більшості своїй саме так і специфіковані макромоделі, на основі яких будується інфляційний прогноз і, відповідно, ухвалюється рішення щодо процентних ставок. Однак такий напрямок залежності часто буває переоцінений. Сила ефектів переносу не є сталою величиною. Не менш важливим є аналіз протилежного напрямку: від інфляції до валютного курсу [22]. Це є ситуації, близькі за змістом до моделей валютних криз першого покоління. Основним каналом зв’язку між інфляцією та майбутньою девальвацією є реальна переоцінка валюти. Така переоцінка – це звична складова дестабілізації платіжного балансу. Тут існує багато варіантів. Ефект Баласи-Самуельсона є одним із найтипівіших прикладів, як спіраль інфляції (номінальні доходи в секторі, що не є виробником товарів для міжнародного обміну) запускає маховик реальної переоцінки обмінного курсу.

Для таргетерів інфляції швидкий рух курсу у бік ПКС породжує подібну дилему, як і у випадку з валютними інтервенціями. В короткостроковому періоді укріплення курсу сприяє досягненню інфляційних цілей навіть в умовах дії асиметричних ефектів переносу. Проте в середньостроковому періоді така ситуація може призвести до появи макроекономічних дисбалансів, корекція яких, як правило, відбувається за кризовим сценарієм, негативно впливаючи на досяжність інфляційних цілей та підвищення загальної макроекономічної волатильності. З іншого боку, у випадку, коли зв’язки між макроекономічними процесами та фінансовим сектором (real-financial linkages) адекватно відображаються в макромоделі центробанку, таргетування інфляції дає змогу запобігати дисбалансам.



*Структура цільового індексу, шоки пропозиції та проблема оптимальних реакцій*

Зростаюче значення глобально-центричних факторів поведінки цін на сировину, а також персистентні шоки сировинних цін вплинули на відхід від традиційної проблеми ролі обмінного курсу в рамках монетарного режиму інфляційного таргетування. Увага дедалі більше зосереджується на тому, як взаємодіють між собою шоки умов торгівлі та шоки пропозиції, оскільки саме це визначає модальність оптимальних реакцій центробанку на інфляційний тиск. Особливий наголос на проблемі впливає з того, що структура споживання і, відповідно, індекс споживчих цін в країнах з середніми та низькими доходами відрізняється від того, що має місце в розвинутих країнах. Це є серйозним викликом таргетерам інфляції. Дотримання оголошених цілей не тільки є значимим фактором заякорення очікувань, а також критерієм політичної відповідальності центробанків. Експліцитний характер оголошених цілей робить центробанки вразливими до зміщеної політичної інтерпретації недосягнення інфляційних цілей, навіть якщо це виправдано з точки зору оптимального вибору між ціновою й економічною динамікою.

Традиційно, проблема вибору індексу цін, який визнається метою таргетера інфляції зводиться до питання оптимальної реакції центробанку на шок пропозиції [11]. Іншими словами, найбільш волатильна компонента індексу споживчих цін (ціни на сирі продовольчі товари, енергоносії чи регульовані тарифи) відділяється від так званої базової інфляції з міркувань розмежування на шоки пропозиції та шоки попиту в короткостроковому періоді. Мікроекономічні основи ново-кейнсіанських моделей монетарної політики передбачають істотну чутливість інфляційного тиску до характеру встановлення цін (price-setting). Для країн з ринками,

що формуються, це також має значення з огляду на проблему якості інститутів, ефективності регулювання та організації галузевих ринків. Це створює ситуацію, коли традиційна зв'язка "поведінка базової інфляції залежить від монетарної політики, а компонента небазової інфляції – від структурних характеристик країни" набуває особливого звучання [15; 24]. Контроль за небазовою інфляцією в бідніших країнах часто є більш ускладнений, порівняно з розвинутими країнами. Вищий рівень таргета, що є звичним явищем для країн з середніми та низькими доходами, зокрема, є інтуїтивним врахуванням цього явища [8; 9; 15].

Якщо небазова інфляція в цих країнах є більш волатильною, ніж в розвинутих, то виникає питання про те, чи повинні відрізнятися між собою оптимальні реакції центробанків в розрізі країн, які структурно відрізняються композицією індексу споживчих цін [17]. Відповідь залишається неоднозначною, але можна зробити низку генералізацій: зміни в глобальній економіці швидше вказують на те, що цінові шоки на продовольство будуть персистентними, а не транзитивними; для економік із розвинутим аграрним сектором шок на боці пропозиції важко відділити від шоку на боці попиту; базова інфляція стає чутливішою до шоку волатильних компонент ІСЦ; інфляційні очікування є вразливими до шоку цін на продовольство [15; 17; 18; 19].

Із вищезазначеного випливає, як мінімум, два принципових наслідки для економічної політики.

Перше. В результаті структурних особливостей таргетер інфляції в країнах з середніми та низькими доходами має бути відносно жорсткішим, а ухилення від реакції на шоки небазової інфляції не можуть бути аналогічними як у випадку з розвинутими країнами. Політико-економічний фактор також є суттєвий. Сприйняття жорсткі-

шого центробанку часто є зміщеним у бік того, як розподіляються втрати і вигоди від пристосування економіки (бізнес-груп) до шоку. Отже, інститути мають значення.

Друге. Залежність еластичної роботи монетарного режиму таргетування інфляції в умовах вразливості досягнення цілей до шоків небазової інфляції залежить від того, наскільки ефективною є робота уряду щодо продовольчих ринків чи ринків в цілому. Інколи активна політика щодо додаткових фіскальних стимулів, адресованих виробникам продовольства, яке споживається всередині країни, є вкрай бажаною [17]. Ця проблема набуває особливого наголосу у випадках, коли країна є експортером продовольства (або аграрної сировини) і паралельно імпортером нафти/ пального/ газу (ціни на які формують витрати у аграрному секторі). В умовах, коли поєднується позитивний шок на ринку продовольства з швидкою реальною конвергенцією, виключно монетарної реакції на ситуацію може виявитись замало для зниження макроекономічної волатильності. Однак дизайн конкретних стимулів може бути чутливий до домінуючого положення виробників-експортерів чи виробників на внутрішній ринок. Конвергенція цін, особливо у випадку продовольства, є ризиком для таргетера інфляції, якщо уряд вважає цінову стабільність виключно клопотом центробанку.

*Відхилення від цілей: шоки vs інститути та роль фінансової стабільності*

Як і у випадку розвинутих країн, відхилення від оголошених інфляційних цілей часто зустрічається в країнах з ринками, що формуються [14; 25; 26; 29]. В розрізі періодів можна побачити кілька моментів:

- початкові періоди запровадження. Упродовж декількох років після запровадження інфляційного таргетування часто спостерігаються дві протилежні тенденції. Одні центробанки схильні

до більш жорстких дій, а тому рівень інфляції може знизитися швидше, ніж це передбачає оголошений таргет. Однак це не випадки, коли центробанк “перестраховується” шляхом реалізації більш жорсткої політики. Це ситуації, коли досягнення інфляційних цілей одразу справді розглядаються як спосіб утвердження репутації та політичної легітимності нового режиму. Польща є характерним прикладом цього. Інші центробанки, навпаки, не досягають оголошених цілей. Інколи це недооцінені ризики з боку фіскальної політики, інколи несподівані шоки. Проте часто це є свідченням неготовності іти на політичні ризики сповільнення економіки;

- періоди затяжного зростання сировинних цін. Шоки сировинних цін однаково негативно впливають і на експортерів, і на імпортерів. Канали впливу на кінцеву інфляцію відрізняються. У випадку експортерів це може бути наслідком перетворення шоку пропозиції у шок попиту. У випадку імпортерів – наслідком перекладання витрат. Однак в останньому випадку виробники швидше користуються імпліцитними сигналами про те, що центробанк буде не настільки жорстким і відхилиться від мети [17]. Водночас затяжне зростання цін на продовольство призводить до суттєвого підвищення кількості країн з ринками, що формуються, які не виконували інфляційну мету. Період 2007–2008 рр. є найбільш характерним в цьому аспекті. Наприклад, досвід такого достатньо успішного таргетера інфляції, як Чилі продемонстрував, що до початку глобальної фінансової кризи фактична інфляція у понад два рази перевищила таргет [7; 14];
- періоди макроекономічних криз, політичної нестабільності, військових конфліктів тощо. В таких випадках відхилення від

інфляції є відображенням дії комплексу факторів, які виходять за рамки можливостей центробанку протистояти дестабілізаціям тощо.

Емпіричний аналіз відхилень від інфляційних цілей демонструє наступне. Найбільшою мірою такі відхилення кореспондують із рівнем незалежності центробанків та спредом EMBI [27]. Таку ситуацію можна тлумачити по-різному.

По-перше, рівень незалежності монетарних органів виглядає важливою передумовою дотримання оголошених цілей. Іншими словами, якщо в економіці має місце проінфляційний шок, може формуватися такий політичний тиск на центробанк, за якого його інтенції боротися з інфляцією послаблюються. Традиційною ситуацією є шоки пропозиції. Останні можуть легко інтерпретуватися як такі, які центробанк може ігнорувати, внаслідок чого його жорсткіша реакція політично не схвалюватиметься, що породжує негативну траєкторію політичного толерування вищій інфляції. На противагу цьому, більш незалежний центробанк може відсікати політичний тиск. І навіть у випадках шоків небазової інфляції проводити політику, зорієнтовану на досягнення оголошених цілей. Тобто, причиною зміщення у бік невиконання інфляційних цілей швидше буде фактор якості інститутів.

По-друге, поведінка спредів демонструє достатньо широкий набір випадків. Стрибок спредів, з якими асоціюються відхилення інфляції від цілей, можуть засвідчувати політичну нестабільність, шок умов торгівлі, шок потоків капіталу, військові конфлікти, боргову вразливість. У випадку політичних чи військових факторів нестабільності відхилення від цілей може розглядатися як природна ситуація, внаслідок чого центробанку не обов'язково дуже жорстко гальмувати економіку заради формального виконання цілей. Повернення до

оголошеного таргета займе певний час, але тут вже включаються в дію фактори довіри та попереднього інфляційного досвіду, середньострокових очікувань загального макроекономічного контексту інфляційних процесів тощо. Однак в репрезентативному наборі випадків ситуація не може трактуватися у такий спосіб. Здебільшого у випадках затяжного відхилення інфляції від мети вступають в дію складніші фактори. Розширення спредів вже є свідченням актуалізації шоку, який став "видимий" для учасників глобальних ринків. Це означає, що відхилення від інфляційних цілей є не тільки наслідком невдалої адаптації до шоку, а й того, що економічна політика не запобігала виникненню ситуації, яка призвела до підвищення вразливості економіки до шоку. Іншими словами, центробанк не просто допускає відхилення від таргету. Це є результатом інституціональної слабкості центробанку та макрополітики в цілому. Спочатку шок уможливорюється через недостатньо рішучі кроки, або брак компетентності, а потім пристосування до нього за вищих рівнів інфляції стає свідченням небажання чи неможливості брати на себе політичну відповідальність за боротьбу з прискоренням інфляції. Політично вразливі стабілізаційні заходи, як правило, не користуються довірою, а тому фактор очікувань ще більше ускладнює проблему. По суті, затяжне відхилення інфляції від цілей не є свідченням неефективності режиму інфляційного таргетування. Це є наслідком нездатності протистояти політичному тиску і реалізовувати більш жорсткі монетарні рішення в окресленому інституціональному периметрі.

В найбільш радикальних випадках відхилення від інфляційних цілей є наслідком істотної зміни політичних пререференцій впродовж періоду реалізації інфляційного таргетування. У цьому випадку це не питання шоків і оптимальної реакції на них.

Приклад Туреччини засвідчує, як політичні зміни в країні можуть супроводжувати зміщення у бік проінфляційної політики. Дещо іншим прикладом є Гана. Брак макроекономічної дисципліни та вразливість до шоків продовольчих цін спричинили систематичне невиконання цілей.

Однак вихід за межі цілей вниз також почав зустрічатися в країнах з ринками, що формуються. Здебільшого такі випадки характеризують дві найпоширеніші ситуації. Країна перебуває під впливом сильного позитивного шоку продуктивності/шоку умов торгівлі і реагує на нього з допомогою укріплення національної валюти впродовж середньострокового періоду. При чому економічні агенти сприймають таке укріплення як рівноважний, а не транзитивний процес. Прикладом можуть бути Польща та Чехія. Щільна інтеграція із євросоюном, для якої характерний дефляційний ухил, є каналом зниження інфляційного тиску. Сповільнення споживчої інфляції в цих країнах продемонструвало дію факторів глобального ВВП-розриву. Водночас ці країни і далі залишаються під впливом укріплення національних валют, а структурні реформи позначились на послабленні цінової влади природних монополій [28]. Наприклад, у Польщі внесок цін на енергоносії у річну інфляцію вже кілька років є негативний. Можна констатувати, що відхилення від інфляційних цілей не є виключно питанням оптимальної реакції на шок, а проявом структурних параметрів економіки та проявом якості інститутів.

Найбільш неоднозначним залишається питання впливу таргетування інфляції на фінансову ситуацію та інституціональні зміни. В цьому контексті можна виокремити дві траєкторії. У випадку, коли поруч із переходом до інфляційного таргетування в країні реалізуються масштабні структурні реформи, існує тенденція до того, що моне-

тарний режим цінової стабільності стає тригером інституціональних змін та зниження бюджетного дефіциту. Це є випадки, коли необхідність жорсткого слідування курсом додержання інфляційних цілей привносить "ефект дисципліни", але паралельно з цим відбуваються реформи, спрямовані на підвищення гнучкості економіки. Найбільш простий приклад – це реформування природних монополій та дерегуляція ринків, що позначається на зниженні цінової влади виробників. Позитивний кумулятивний ефект забезпечується тим, що жорсткіша монетарна політика дисциплінує уряд та перманентно сигналізує виробникам про потенційну помилковість активного перекидання витрат на ціни з огляду на обмеження, які накладатимуться на динаміку попиту з боку вищих процентних ставок, але при цьому економіка стає дедалі більш гнучкою й адаптується до жорсткості монетарної політики так, що запит на політичний тиск у бік пом'якшення монетарної політики нівелюється. Саме в цьому полягає тенденція до зниження макроекономічної волатильності. Структурні реформи звужують політичну базу тиску на центробанк. Найбільш характерним прикладом такої траєкторії є Перу, Чилі, Грузія тощо, які домоглися якісних змін в інституціональних принципах реалізації макроекономічної політики та суттєво пішли вперед у сферах лібералізації галузевих ринків.

Протилежна траєкторія передбачає ситуацію, коли інфляційне таргетування реалізується в середовищі поверхневого реформування економіки, або ж імітаційного підходу до структурних змін в країні [30]. Брак довіри до загального макроекономічного курсу переноситься на центробанк. Цінова влада монополій викривлює процес перекидання витрат. Корекція регульованих цін розтягується в часі, або реалізується настільки непослідовно, що поведінка

індексу споживчих цін виглядає непрогнозованою. Реакція центробанку шляхом підвищення процентних ставок може не мати відгуку у стабілізації цін не тому, що цей підхід не дієвий, а тому, що в умовах недовіри до загального макроекономічного курсу масштаб потенційно ефективного підвищення ставок повинен бути такий, який може виявитися несумісним з нейтральністю політичного середовища до дій центробанку. Підсумком такої картини виступить вища інфляція за вищих ставок, а боргова траєкторія країни ймовірно демонструватиме довгострокову фіскальну нестійкість. Приклад Туреччини доволі показовий. Після перших періодів вдалих реформ, які стартували за наслідками кризи 2001 року, макроекономічна ситуація погіршилась. Інфляція почала суттєво відхилятися від цільового значення, брак структурної гнучкості компенсувався масштабними державними інвестиціями. Обмеження попиту не знаходить політичної підтримки. Платіжний баланс погіршується, а потоки капіталу стають дедалі більш волатильними. Незважаючи на суттєві темпи зростання, Туреччина залишається в зоні вразливості, а макроекономічна стабільність дедалі більше стає залежною від характеру політичного режиму.

Іншим виміром проблеми відхилення від цілей є питання фінансової стабільності. Зазвичай фінансові кризи призводили до прискорення інфляції, оскільки центробанк виконував роль кредитора останньої інстанції. Для країн з середніми та низькими доходами ситуація обтяжувалась тим, що валютні кризи провокували банківські, а банківські – валютні. Втім глобальна фінансова інтеграція породила більш складні взаємозв'язки між реальним і фінансовим циклом у більшості країн. Таргетери інфляції опинилися під додатковим тиском з боку впливу глобальних фінансових умов на вибір щодо підтримання кількісної мети в теперішньому періоді чи

погіршення передумов для макрофінансової стабільності в майбутньому. Значні потоки капіталу та слабка здатність фінансової системи абсорбувати шоки глобальних фінансових умов тільки посилює конфлікт між ціновою та курсовою стабільністю. Активне запровадження макропруденційних інструментів покликане послабити тиск з боку глобальних потоків капіталу на досяжність інфляційних цілей [15; 31; 32; 33]. Однак деякі країни з ринками, що формуються, продемонстрували готовність відхилитися від досягнення інфляційних цілей заради уникнення швидкої переоцінки валюти, зумовленої масштабним припливом капіталу. Якщо такий капітал припливає у приватний сектор, макропруденційні інструменти можуть допомогти. Макропруденційна політика не може перебрати на себе функцію страхування від ризиків міжчасової зовнішньої нестійкості, зумовленої подвійними дефіцитами. Але саме від неї буде залежати те, наскільки досяжність інфляційних цілей не обтяжуватиметься конфліктом між потоками капіталу та макроекономічним балансом економіки.

**Висновки.** Інфляційне таргетування в країнах з ринками, що формуються, трансформується під впливом економічного розвитку, інституціонального дозрівання та флуктуючого глобального оточення. Початкові перестороги щодо його несумісності зі структурними викривленнями в країнах з нижчими доходами поступово заміщуються на інституціональний аналіз проблем, з якими стикаються центробанки. Чим швидше країни просуваються на шляху економічного та фінансового розвитку, тим менш залежними вони стають від валютного курсу як фактора макрофінансової стабільності, хоча при високому рівні перекладання курсових коливань на внутрішні ціни валютні інтервенції є оптимальними, тим більшою мірою шоки умов торгівлі перетворюватимуться на більш звичні для розвинутих країн



шоки на боці пропозиції, тим швидше інституціональні пастки послаблюватимуть політичні обмеження жорсткішою монетарної політики. При цьому структурні відмінності між розвинутими країнами та країнами з ринками, що формуються, продовжують залишатися значними. Це впливає на відмінності в інфляційному таргетуванні в розрізі таких країн. А саме: ефекти переносу більше чутливі до довіри до центробанку; монетарна політика не може оптимально уникати реакції на шоки пропозиції; інфляційні очікування є менш заякореними; досягнення інфляційних цілей може супроводжуватися проциклічними ефектами в поведінці процентних ставок; валютний курс продовжує залишатися ключовим елементом імперфекцій ринків капіталу, а значні потоки капіталу поглиблюють конфлікт між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю. Тим не менше, гнучкість інфляційного таргетування у поєднанні із проактивним макропруденційним підходом до фінансового циклу дасть змогу покращити ситуацію в країнах з ринками, що формуються, в аспекті тих передумов макрофінансової стабільності, що перебувають на боці інструментів економічної політики.

### Список використаних джерел

1. Batini, N., Laxton, D. (2007). *Under what condition can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets*. In: F. Mishkin, N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel (eds): *Monetary policy under inflation targeting*. Santiago: Central Bank of Chile.
2. Amato, J., Gerlach, S. (2002). *Inflation targeting in emerging market and transition economies: lessons after a decade*. *European Economic Review*. № 46. P. 781–790.
3. Hu, Y. (2003). *Empirical investigation of inflation targeting*. Institute for International Economics Working Paper. № 6.
4. Hu, Y. (2006). *The choice of inflation targeting: an empirical investigation*. *International Economics and Economic Policy*. № 3 (1). P. 27–42.
5. Ismailov, Sh., Kakinaka, M., Miyamoto, H. (2016). *Choice of inflation targeting: some international evidence*. Kochi University of Technology. SDES-2016-2.
6. Carare, A., Stone, M. (2006). *Inflation targeting regimes*. *European Economic Review*. № 50 (5). P. 1297–1315.
7. Schmidt-Hebbel, K., Carrasco, M. (2016). *The past and future of inflation targeting*. Central Bank of Brazil Seminars, April 2016.
8. Amato, J., Gerlach, S. (2002). *Inflation targeting in emerging market and transition economies: lessons after a decade*. *European Economic Review*. № 46. P. 781–790.
9. Horvath, R., Mateju, J. (2011). *How are inflation targets set?* Institute of Economic Studies of Charles University in Prague Working Paper: 1/2011.
10. Nicolae, A., Nolan, C. (2006). *The impact of imperfect credibility in a transition to price stability*. *Journal of Money, Credit and Banking*. № 38 (1). P. 47–66.
11. Bernanke, B., Mishkin, F. (1997). *Inflation targeting: a new framework for monetary policy?* *Journal of Economic Perspectives*. № 11. P. 97–116.
12. Roger, S., Stone, M. (2005). *On target? The international experience with achieving inflation targets*. IMF Working Paper. WP/05/163. P. 1–68.
13. Carvalho-Filho, I. (2010). *Inflation targeting and the crisis: an empirical assessment*. IMF Working Paper. WP/10/45.
14. Schmidt-Hebbel, K., Carrasco, M. (2016). *The past and future of inflation targeting*. Available at: [www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016/XVIII%20SenAnualMetasInBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/depep/Seminars/2016/XVIII%20SenAnualMetasInBCB/SMETASXVIII-%20Klaus%20Schmidt.pdf).
15. Agenor, P.-R., Pereira da Silva, L. (2013). *Inflation targeting and financial stability: a perspective from developing world*. Banco Central do Brasil Working Papers. Sept. 324.: 1–113.



16. IMF (2018). *Challenges for monetary policy in emerging markets as global financial conditions normalize*. IMF World Economic Outlook. Oct. 2018. Chapter 3. P. 101–126.
17. Gregorio, J. (2012). *Commodity prices, monetary policy and inflation*. Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, April 2012.: 1–36.
18. Bems, R., Caselli, F., Grigoli, F., Gruss, B., Lian, W. (2018). *Expectations' anchoring and inflation persistence*. IMF Working Paper. WP/18/280.: 1–30
19. Choi, W. G., Cook, D. (2018). *Policy conflicts and inflation targeting: the role of credit markets*. IMF Working Paper. WP/18/72.: 1–35.
20. Calvo, G., Reinhart, C. (2000). *Fear of floating*. NBER Working Paper. № 7993.
21. Airaudo, M., Buffie, E., Zanna, L.-F. (2016). *Inflation targeting and exchange rate management in less developed countries*. IMF Working Paper. WP/16/55.: 1–32.
22. Aizenman, J., Noy, I. (2011). *Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets*. World Development. Vol. 39. № 5. P. 712–724.
23. Ball, L. (1998). *Policy rules for open economies*. NBER Working Paper. № 6760.
24. IMF. (2015). *Where are commodity exporters headed? Output growth in the aftermath of the commodity boom*. World Economic Outlook. October. 2015. Chapter 2.: 65–103.
25. Heenan, E., Peter, M., Roger, Sc. (2006). *Implementing inflation targeting: institutional arrangements, target design and communications*. IMF Working Paper. WP/06/278.
26. Hammond, G. (2012). *State of art of inflation targeting – 2012*. Bank of England Center for Central Banking Studies. Handbook. № 29. P. 1–50.
27. Albagli, E., Schmidt-Hebbel, K. (2008). *By how much and why do inflation targeters miss their targets?* Central Bank of Chile. Santiago.
28. Holub, T. (2008). *Causes of deviations from the CNB's inflation targets: an empirical analysis*. Czech Journal of Economics and Finance. № 9–10. P. 425–433.
29. Roger, S., Stone, M. (2005). *On target? The international experience with achieving inflation targets*. IMF Working Paper. WP/05/163. P. 1–68.
30. Acemoglu, D., Johnson, S., Querubin, P., Robinson, J. (2008). *When does policy reforms works? The Case of Central Bank Independence*. NBER Working Paper. № 14033.
31. Claessens, S. (2014). *An overview of macroprudential policy tools*. IMF Working Paper. WP/14/214. P. 1–47.
32. Cerutti, E., Correa, R., Fiorentino, E., Segalla, E. (2016). *Changes in prudential policy instruments – A new cross-country database*. IMF Working Paper. WP/16/110. P. 1–23.
33. Cerutti, E., Claessens, S., Laeven, L. (2015). *The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence*. IMF Working Paper. WP/15/61. P. 1–39.

Стаття надійшла до редакції 14.03.2019.