

Віктор В. Іванов, Володимир І. Міщенко, Олександр К. Малютін
МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ:
МОДЕЛЬ УСПІХУ ДЛЯ УКРАЇНИ

У статті досліджено умови та особливості запровадження інфляційного таргетування в окремих країнах світу, побудовано систему регресійних моделей для порівняльного аналізу взаємозв'язків між основними макроекономічними показниками для країн, що здійснюють таргетування інфляції, та для України. Обґрунтовано пропозиції щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики центрального банку в умовах переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на таргетуванні інфляції.

Ключові слова: грошово-кредитна політика; таргетування; облікова ставка; інфляція.
Форм. 4. Рис. 2. Табл. 5. Літ. 17.

Віктор В. Іванов, Владимир И. Мищенко, Александр К. Малютин
МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ИНФЛЯЦИОННОГО
ТАРГЕТИРОВАНИЯ: МОДЕЛЬ УСПЕХА ДЛЯ УКРАИНЫ

В статье исследованы условия и особенности использования инфляционного таргетирования в отдельных странах мира, построена система регрессионных моделей для сравнительного анализа взаимосвязей между основными макроэкономическими показателями в странах, осуществляющих инфляционное таргетирование, и для Украины. Обоснованы предложения по повышению эффективности денежно-кредитной политики центрального банка в условиях перехода к монетарному режиму, основанному на таргетировании инфляции.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; таргетирование; учетная ставка; инфляция.

Viktor V. Ivanov¹, Volodymyr I. Mishchenko², Oleksandr K. Maliutin³
INTERNATIONAL EXPERIENCE OF INFLATION TARGETING:
MODEL OF SUCCESS FOR UKRAINE

Conditions and specific features of inflation targeting in some countries are investigated, regression models for comparative analysis of the linkages between macroeconomic indicators in the countries with inflation targeting and in Ukraine are constructed, proposals on increasing the effectiveness of monetary policy of the central bank in transition to the monetary regime based on inflation targeting are grounded.

Keywords: monetary policy; targeting; interest rate; inflation.
JEL codes: C19; E31; E42; E58; E63.

Постановка проблеми. У світовій практиці найпоширенішим режимом монетарної політики стало інфляційне таргетування, яке є системою рамкових принципів, за якими центральні банки здійснюють свою діяльність з метою підтримки цільового показника інфляції та забезпечення цінової стабільності.

На сьогоднішній день більшість центральних банків у процесі таргетування інфляції використовують не фіксований горизонт таргета (крім Великої Британії, Ісландії, Норвегії, Угорщини та Швеції), а визначають інфляційну ціль у вигляді інтервалу на середньострокову перспективу, що дозволяє забезпечити високий рівень гнучкості монетарної політики.

¹ St. Petersburg State University, Russia.

² National Bank of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

³ National Bank of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

Це обумовлено тривалістю лагу впливу монетарного трансмісійного механізму центрального банку на стримування інфляційних очікувань. Зазвичай, такий часовий лаг оцінюється за допомогою VAR-моделей, які дають можливість простежити еволюцію зміни цін у відповідь на зміну процентної ставки. При такому моделюванні актуальним є врахування специфіки національної економіки, що пов'язана з потенціалом зростання реального ВВП, рівнем товарних цін, впливом зовнішніх факторів, рівнем незалежності центрального банку та довірою до банківської системи.

Практика свідчить, що в розвинених країнах максимальний ефект впливу монетарного трансмісійного механізму на цільові показники інфляції досягається упродовж двох років, тоді як у перехідних економіках цей лаг є значно коротшим. Тому використання середньострокового горизонту є виправданим тоді, коли цільовий рівень інфляції вже досягнуто і завдання центрального банку полягає лише в його підтримці на відповідному рівні.

Однак, як свідчить аналіз, багато країн паралельно із середньостроковими цілями визначали й річні цільові показники інфляції, що було пов'язано з необхідністю реалізації на ранніх етапах запровадження режиму інфляційного таргетування антиінфляційної стратегії (табл. 1). Аналіз наведених даних свідчить, що встановлення середньострокових інфляційних цілей стало номінальним якорем, за допомогою якого було враховано часовий лаг дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму. Застосування такого підходу характеризувалось наступними позитивними особливостями:

- покращенням інфляційних очікувань учасників ринку та підвищенням довіри до центральних банків і банківської системи;
- поліпшенням взаємодії економічних агентів і забезпеченням прозорості монетарної політики;
- підвищенням ефективності комунікаційної політики центральних банків і сприйняттям громадськістю інфляційного таргетування не як адміністративного методу утримання інфляції на рівні заявленої цілі, а як монетарного режиму, який завдяки використанню інструментів монетарної політики дозволяє забезпечити цільовий рівень інфляції на відповідному часовому горизонті.

У зв'язку з переходом до інфляційного таргетування перед НБУ стоїть дилема компромісного вибору між шириною цільового інтервалу таргета та довжиною часового горизонту для проведення ефективної грошово-кредитної політики. При цьому слід мати на увазі, що короткий цільовий горизонт може ускладнити довгострокове та середньострокове планування економічних агентів, а середньостроковий цільовий горизонт не завжди є оптимальним. Його застосування виправдане в тому випадку, коли головним завданням центрального банку є підтримання на відповідному рівні вже досягнутого рівня інфляційної цілі.

Аналіз останніх публікацій свідчить, що в зарубіжній та вітчизняній науковій літературі питанням інфляційного таргетування та його впливу на макроекономічні показники значна увага приділяється такими науковцями, як Дж. Айзман [6], С. Буковинський [2], К. Волш [16], М. Вудфорд [17], К. Капістран [7], Дж.Т. Ліма [12], Ш. Лін [13], С. Міщенко [3], С. Моїсєєв [4], С. Науменкова [5], Л. Свенссон [15], Я. Штурм [14] та ін.

Таблиця 1. Основні показники, що характеризують умови та особливості переходу до режиму інфляційного таргетування в окремих країнах світу, %*

Країна	Рівень інфляції на момент переходу до ІТ	Коротко-строковий інфляційний таргет в момент переходу до ІТ	Середньо-строковий інфляційний таргет	Рівень інфляції наприкінці коротко-строкового періоду після переходу до ІТ	Рівень інфляції наприкінці середньо-строкового періоду після переходу до ІТ
Австралія	0,30	2–3	2–3	2,60	1,50
Велика Британія	7,20	1–4	2,0	2,40	3,00
Бразилія	1,65	5±2	4±2	5,97	12,53
Вірменія	-0,20	3,0	4±1,5	6,64	6,50
Гана	10,90	8,6	8±2	18,10	8,58
Гватемала	9,23	6±1	4±1	5,79	9,40
Ізраїль	10,59	7–10	1–3	8,62	0,00
Індонезія	6,40	8±1	4,5±1	6,60	11,06
Ісландія	4,18	1–4,5	2,5	2,00	3,91
Канада	5,00	3±1	1–3	2,20	0,20
Колумбія	16,70	8,0	2–4	8,75	6,99
Корея	6,60	3±1	3±1	1,40	3,20
Мексика	8,96	3,0	3±1	5,70	5,19
Н. Зеландія	4,70	0–2	1–3	4,90	1,30
Норвегія	3,00	2,5	2,5	2,80	1,10
ПАР	2,20	3–6	3–6	4,60	0,30
Перу	-0,12	2,5±1	2±1	2,49	1,49
Польща	13,30	8–8,5	2,5±1	9,80	3,60
Румунія	9,20	7–7,5	2,5±1	4,90	6,30
Сербія	8,60	8–12	4±1,5	10,20	12,20
Таїланд	0,61	0–3,5	3±1,5	0,72	1,75
Туреччина	7,72	4,0	5±2	8,39	6,53
Угорщина	10,10	7±1	3,0	4,80	5,50
Філіппіни	4,50	4,5–5,5	4±1	3,90	6,70
Чехія	8,60	6,5	2±1	6,80	4,00
Чилі	4,70	3,5	3±1	4,50	1,50
Швеція	2,50	2±1	2,0	-0,20	3,00

* складено за даними [10; 11].

Однак проблема переходу до інфляційного таргетування в кожній країні має свої особливості та специфічні риси, що й обумовлює необхідність вивчення світового досвіду. Для умов України актуальність інфляційного таргетування пов'язана з необхідністю реалізації антиінфляційної стратегії та проведенням структурних перетворень.

Метою дослідження є узагальнення практичного досвіду монетарної політики окремих країн світу, дослідження форм і методів стримування інфляційних процесів на етапі переходу до режиму інфляційного таргетування та розробка пропозицій щодо використання кращого світового досвіду в Україні.

Основні результати дослідження. Стратегічною метою грошово-кредитної політики НБУ при переході до інфляційного таргетування є досягнення та підтримання в середньостроковій перспективі низьких стабільних темпів

інфляції, у межах 3–5%. На шляху наближення до цієї мети до 2018 р. передбачено орієнтовне зниження індексу споживчих цін з 9% до 5% [1].

Проведене дослідження ґрунтується на аналізі поведінки індикаторів економічного зростання та ефективності використання монетарного трансмісійного механізму в країнах, що таргетують інфляцію, в середньостроковому періоді до та після запровадження інфляційного таргетування. Такими індикаторами обрано: рівень ВВП, обсяг загальних інвестицій, обсяг експорту, рівень безробіття, величину державних витрат, рівень державного боргу, облікову ставку центрального банку, процентну ставку міжбанківського ринку. При цьому основну увагу зосереджено на врахуванні фактичного рівня інфляції в момент переходу до режиму інфляційного таргетування та на можливому відхиленні досягнутого результату від запланованого показника у вигляді точкового або цільового інтервалу.

З цієї метою було проведено групування країн за двома ознаками:

1) за рівнем інфляції на момент переходу до інфляційного таргетування, згідно з яким країни розподілено на три групи: з низьким (0–4%), середнім (5–9%) та високим (понад 10%) рівнем інфляції;

2) за фактом досягнення цільового показника після переходу до інфляційного таргетування на трирічному періоді, згідно з яким країни також було розподілено на три групи: країни, що досягли таргета на короткостроковому періоді; країни, що досягли таргета на середньостроковому періоді; та країни, які не досягли таргета на середньостроковому періоді.

Запропоновані групування дозволяють простежити зміну основних показників економічного розвитку та процентних інструментів монетарного трансмісійного механізму в цих країнах у середньостроковому періоді після їх переходу до інфляційного таргетування (рис. 1, 2).

Аналіз даних [8] свідчить, що країни з високим рівнем інфляції (Гана, Гватемала, Ізраїль, Колумбія, Польща, Румунія, Угорщина) при переході до інфляційного таргетування мали в досліджуваному середньостроковому періоді максимальні обсяги інвестицій по відношенню до ВВП, максимальні темпи зростання експорту та ВВП. Однак досягнення таких показників супроводжувалось високими процентними ставками порівняно з країнами, в яких спостерігався середній рівень інфляції.

Проведений аналіз, поряд з динамікою рівня інфляції, дозволив також виявити особливості динаміки дефлятора ВВП, який зростав у країнах 2-ої групи та суттєво знижувався в країнах 3-ої групи, що свідчить про те, що в країнах з високим рівнем інфляції спостерігається менший розрив між номінальним та реальним ВВП, а це, в свою чергу, характеризує процес реального зростання економіки (рис. 1).

При цьому слід зазначити, що до третьої групи країн за рівнем інфляції входять Ізраїль, Польща, Румунія, Угорщина – держави, які на етапі переходу до режиму інфляційного таргетування мали достатньо високий рівень інфляції, а на сьогоднішній день забезпечили стійкі темпи економічного зростання. Ці країни змогли досягти поставленого короткострокового інфляційного таргету ще на перехідному етапі (крім Польщі, яка забезпечила необхідний рівень цього показника в середньостроковому періоді). Характерним для країн, що

досягли таргету на коротко- та середньостроковому періоді, були відносно низький рівень безробіття, високі темпи зростання інвестицій, ВВП, експорту та високий рівень продуктивності праці.

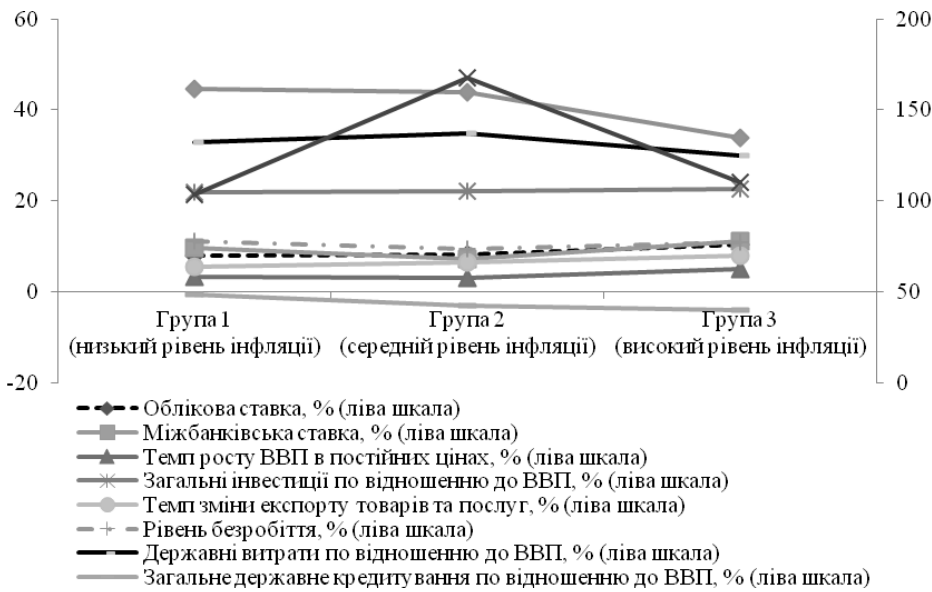


Рис. 1. Показники економічного розвитку та процентні ставки в окремих країнах на етапі трирічного використання режиму інфляційного таргетування при їх класифікації за рівнем інфляції, авторська розробка

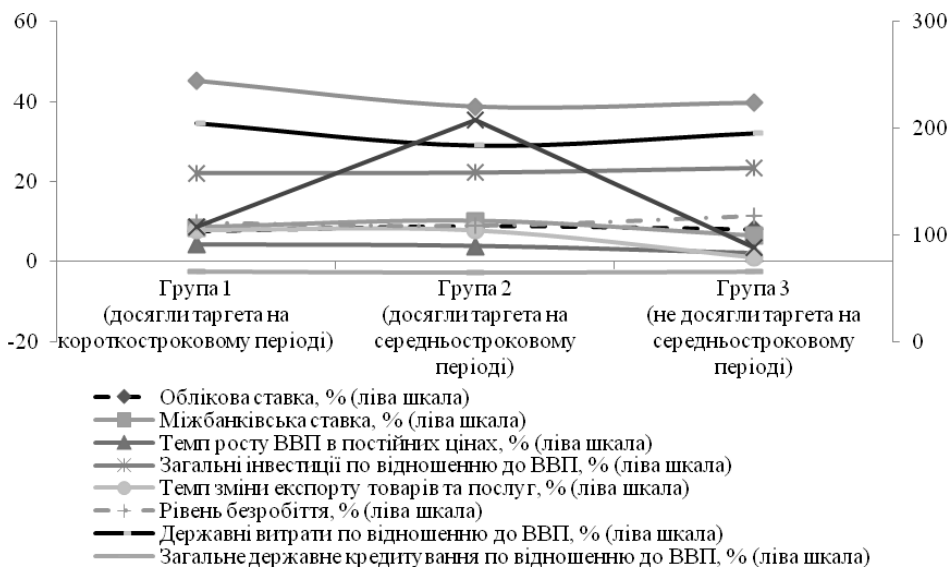


Рис. 2. Показники економічного розвитку та процентні ставки в окремих країнах на етапі трирічного використання режиму інфляційного таргетування при їх класифікації за фактом досягнення таргету на коротко- та середньостроковому горизонті, авторська розробка

Показовим є те, що країни з високим рівнем інфляції в момент переходу до режиму інфляційного таргетування на трирічному горизонті мали позитивні темпи приросту ВВП та змогли досягти цільових показників інфляції (крім Колумбії, де перехід до інфляційного таргетування припав на соціально-економічну кризу 1998–2003 рр.). Протилежною була ситуація в країнах, які на момент переходу до інфляційного таргетування мали найнижчі рівні інфляції, однак на трирічному горизонті не змогли утримати цільовий таргет через низькі темпи економічного зростання (Австралія, Швеція).

Проведений аналіз дозволяє висунути гіпотезу про першопричинність інфляційних процесів, які в подальшому спричиняють суттєвий вплив на динаміку макроекономічних показників і визначають точки переходу між визначеними за авторськими ознаками групами країн.

Важливе практичне значення має визначення зв'язків рівня інфляції з основними макроекономічними показниками, представленими в табл. 2, де відображено результати перевірки гіпотези про рівність дисперсії наборів даних за виділеними нами групами.

Таблиця 2. Коефіцієнти для перевірки гіпотези про рівність дисперсій трьох наборів макроекономічних показників за допомогою критерію Барлетта, залежно від виду групування країн при переході до інфляційного таргетування, авторська розробка

Показник	Групування за рівнем інфляції		Групування за фактом досягнення таргету	
	Розрахункове значення z-статистики	Отримана значущість α	Розрахункове значення z-статистики	Отримана значущість α
Рівень інфляції	3,382753	0,184266	4,348083	0,113717
Облікова ставка	0,585742	0,746118	1,972735	0,372929
Міжбанківська ставка	0,064214	0,968403	0,759997	0,683862
Темп приросту ВВП в постійних цінах	1,778376	0,410989	10,25706	0,005925
Загальні інвестиції по відношенню до ВВП	6,004841	0,049667	0,683784	0,710425
Темп зміни експорту товарів і послуг	3,58079	0,166894	6,198603	0,045081
Рівень безробіття	0,223219	0,894393	1,569356	0,456267
Державні витрати по відношенню до ВВП	6,519921	0,03839	12,85151	0,001619
Загальне державне кредитування по відношенню до ВВП	0,238932	0,887394	2,902674	0,234257
Державний борг по відношенню до ВВП	0,997924	0,607161	0,429867	0,806595

Критичне значення 5,991465 (при значущості 0,05 та ступені свободи 2).

Аналіз даних табл. 2 свідчить, що в більшості досліджуваних випадків гіпотеза про рівність дисперсій підтверджується (розрахункове значення z-статистики менше критичного значення). Це дозволяє перейти від набору регресійних рівнянь до загальних моделей регресії за кожним досліджуваним зв'язком між макроекономічними показниками, в які додатково введемо фіктивні змінні g та h , прийматимуть відповідні значення від 0 до 1, залежно від

приналежності країни до однієї з груп за рівнем інфляції та фактом досягнення таргету відповідно. Таким чином, загальна модель матиме вигляд:

$$y = a + bx + c_{12} g_{12} + c_{13} g_{13} + p_{12} h_{12} + p_{13} h_{13}, \quad (1)$$

де y – значення модельованого показника; x – кількісний фактор впливу на модельований показник; g та h – якісні фактори впливу на модельований показник, причому:

$$g_{12} = \begin{cases} 1, & \text{якщо фактор характеризує другу групу країн за рівнем інфляції,} \\ 0, & \text{якщо фактор характеризує інші групи країн за рівнем інфляції.} \end{cases}$$

$$g_{13} = \begin{cases} 1, & \text{якщо фактор характеризує третю групу країн за рівнем інфляції,} \\ 0, & \text{якщо фактор характеризує інші групи країн за рівнем інфляції.} \end{cases}$$

$$h_{12} = \begin{cases} 1, & \text{якщо фактор характеризує другу групу країн} \\ & \text{за фактом досягнення таргета,} \\ 0, & \text{якщо фактор характеризує інші групи країн} \\ & \text{за фактом досягнення таргета.} \end{cases}$$

$$h_{13} = \begin{cases} 1, & \text{якщо фактор характеризує третю групу країн} \\ & \text{за фактом досягнення таргета,} \\ 0, & \text{якщо фактор характеризує інші групи країн} \\ & \text{за фактом досягнення таргета.} \end{cases}$$

Розглянемо змістовний бік моделі (1), яка може бути використана для виявлення відповідних взаємозв'язків між обраними вище макроекономічними показниками. Аналіз даних свідчить, що вплив факторів x на модельований показник при переході з однієї групи країн в іншу різний. В одній групі він може бути позитивним, а в іншій – негативним. Тому в модель (1) було введено додаткові змінні, що враховують взаємодію факторів x та g :

$$y = a + bx + c_{12} g_{12} + c_{13} g_{13} + d_{12} (x g_{12}) + d_{13} (x g_{13}) + p_{12} h_{12} + p_{13} h_{13} + k_{12} (x h_{12}) + k_{13} (x h_{13}), \quad (2)$$

де d – коефіцієнт, що характеризує взаємодію факторів x та g (показує, на скільки одиниць зміниться вплив фактора x на y при різних змінних g); k – коефіцієнт, що характеризує взаємодію факторів x та h .

Для здійснення подальших розрахунків як базовий варіант було обрано першу групу країн, для яких характерний низький рівень інфляції (0–4%) та які досягли інфляційного таргету на короткостроковому горизонті. Очікуване значення y для відповідної групи країн буде визначатись наступними співвідношеннями:

1) для країн, які при переході до інфляційного таргетування мали рівень інфляції менше 4% і досягли таргету на короткостроковому горизонті (Австралія, Бразилія, Норвегія, ПАР, Перу, Таїланд):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=0; h_{12}=0; h_{13}=0) = a + bx;$$

2) для країн, які при переході до інфляційного таргетування мали рівень інфляції менше 4% і досягли таргета на середньостроковому горизонті (Перу, Таїланд):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=0; h_{12}=1; h_{13}=0) = (a + p_{12}) + (b + k_{12}) x;$$

3) для країн, які мали рівень інфляції менше 4% і не досягли таргета на середньостроковому горизонті (Вірменія, Швеція):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=0; h_{12}=0; h_{13}=1) = (a + p_{13}) + (b + k_{13}) x;$$

4) для країн, які мали рівень інфляції від 4% до 9% і досягли таргета на короткостроковому горизонті (Англія, Індонезія, Ісландія, Канада, Корея, Сербія, Філіппіни, Чехія):

$$M(y | g_{12}=1; g_{13}=0; h_{12}=0; h_{13}=0) = (a + c_{12}) + (b + d_{12}) x;$$

5) для країн, які мали рівень інфляції від 4% до 9% і досягли таргета на середньостроковому горизонті (Корея, Нова Зеландія, Туреччина, Чилі):

$$M(y | g_{12}=1; g_{13}=0; h_{12}=1; h_{13}=0) = (a + c_{12} + p_{12}) + (b + d_{12} + k_{12}) x;$$

6) для країн, які мали рівень інфляції від 4% до 9% і не досягли таргета на середньостроковому горизонті (Мексика):

$$M(y | g_{12}=1; g_{13}=0; h_{12}=0; h_{13}=1) = (a + c_{12} + p_{13}) + (b + d_{12} + k_{13}) x;$$

7) для країн, які мали рівень інфляції більше 10% і досягли таргета на короткостроковому горизонті (Гватемала, Ізраїль, Румунія, Угорщина):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=1; h_{12}=0; h_{13}=0) = (a + c_{13}) + (b + d_{13}) x;$$

8) для країн, які мали рівень інфляції більше 10% і досягли таргета на середньостроковому горизонті (Гана, Польща):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=1; h_{12}=1; h_{13}=0) = (a + c_{13} + p_{12}) + (b + d_{13} + k_{12}) x;$$

9) для країн, які мали рівень інфляції більше 10% і не досягли таргета на середньостроковому горизонті (Колумбія):

$$M(y | g_{12}=0; g_{13}=1; h_{12}=0; h_{13}=1) = (a + c_{13} + p_{13}) + (b + d_{13} + k_{13}) x.$$

У результаті проведеного аналізу було встановлено наявність тісного зв'язку (коефіцієнт детермінації перевищує 0,3) між такими показниками: 1) рівень інфляції та міжбанківська процентна ставка; 2) міжбанківська процентна ставка та облікова ставка центрального банку, що свідчить про дієвість процентного каналу монетарного трансмісійного механізму в країнах, які здійснюють інфляційне таргетування (табл. 3).

Таким чином, враховуючи значущість коефіцієнтів при визначених змінних, запишемо рівняння для модельованих показників (інфляції та міжбанківської процентної ставки) залежно від приналежності країн до відповідної групи за рівнем інфляції та за фактом досягнення інфляційного таргета на середньостроковому горизонті. Рівняння матимуть наступний вигляд:

1) залежність рівня інфляції від зміни міжбанківської процентної ставки:

$$y = 1,67666 + 0,17950x + 0,41455(x g_{12}) + 0,46007(x g_{13}). \quad (3)$$

На рівень інфляції в країні, що таргетує інфляцію, в перші роки перехідного періоду суттєвий вплив спричиняє взаємозв'язок рівня міжбанківської

процентної ставки з приналежністю країни до відповідної групи за рівнем інфляції.

Таблиця 3. Результат регресійного моделювання взаємозв'язку між макроекономічними показниками країн, що таргетують інфляцію, при введенні фіктивних змінних, які характеризують приналежність країни до відповідної групи, авторська розробка

Показники	Назва коефіцієнтів і змінних	Коефіцієнт	t-статистика	P-значення
Залежність рівня інфляції від міжбанківської процентної ставки	у-перетин	1,67666	2,10975	0,03669
	змінна x	0,17950	3,62971	0,00040
	змінна g_{12}	-1,57896	-1,39002	0,16676
	змінна g_{13}	-2,35776	-1,28099	0,20235
	змінна $x g_{12}$	0,41455	4,48303	0,00002
	змінна $x g_{13}$	0,46007	3,64297	0,00038
	змінна h_{12}	-2,42636	-1,45881	0,14689
	змінна h_{13}	0,37158	0,29492	0,76850
	змінна $x h_{12}$	0,08977	0,75767	0,44994
змінна $x h_{13}$	0,02004	0,19894	0,84260	
Залежність міжбанківської процентної ставки від облікової ставки центрального банку	у-перетин	0,66454	0,84423	0,40022
	змінна x	0,93724	20,16459	0,00001
	змінна g_{12}	3,45133	2,79877	0,00598
	змінна g_{13}	2,85003	1,40455	0,16274
	змінна $x g_{12}$	-0,35684	-3,06024	0,00273
	змінна $x g_{13}$	-0,07013	-0,40577	0,68564
	змінна h_{12}	3,31363	2,41774	0,01712
	змінна h_{13}	-3,54661	-1,94061	0,05465
	змінна $x h_{12}$	-0,18395	-1,55229	0,12323
змінна $x h_{13}$	0,37278	2,33668	0,02111	

2) залежність міжбанківської процентної ставки від облікової ставки:

$$y = 0,66454 + 0,93724x + 3,45133g_{12} - 0,35684(x g_{12}) + 3,31363h_{12} + 0,37278(x h_{13}). \quad (4)$$

Можна зробити висновок, що розмір міжбанківської процентної ставки залежить від таких якісних параметрів, як приналежність країни до групи з інфляцією в межах 5–9% та від рівня фактичного досягнення рівня цільового таргета на середньостроковому горизонті.

Заслугує на увагу досвід країн, які мали високі темпи інфляції на етапі переходу до інфляційного таргетування і змогли досягти цільових таргетів у середньостроковому періоді – Гана, Гватемала, Ізраїль, Польща, Румунія, Угорщина. Отримані для цих країн і для України рівняння регресії, що характеризують взаємозв'язок між основними макроекономічними показниками, свідчать, що в українській економіці спостерігається більш суттєвий вплив облікової ставки центрального банку на міжбанківську процентну ставку, ніж в країнах з високим рівнем інфляції на момент їх переходу до інфляційного таргетування, що можна пояснити вищим ступенем впливовості вітчизняного регулятора на інфляційні процеси порівняно із досліджуваними країнами. Це також можна розглядати як стимул для Національного банку до реалізації ефективної грошово-кредитної політики в умовах високої інфляції (табл. 4).

Таблиця 4. Рівняння регресії, що характеризують взаємозв'язок між основними макроекономічними показниками для країн, що здійснюють таргетування інфляції, та України, авторська розробка

Залежність	Країни	Рівняння регресії
Залежність рівня інфляції від міжбанківської процентної ставки	Гана, Гватемала, Ізраїль, Польща, Румунія, Угорщина	$y=1,67666+0,63957x$
	Україна*	$y=-9,29153+1,64445x$
Залежність міжбанківської процентної ставки від облікової ставки центрального банку	Гана, Польща	$y=3,97817+0,93724x$
	Гватемала, Ізраїль, Румунія, Угорщина	$y=0,66454+0,93724x$
	Україна*	$y=1,49188+1,15074x$

* Розрахунки проведено на семирічному періоді переходу до інфляційного таргетування.

Однак цього недостатньо для реалізації ефективної антиінфляційної стратегії. На сьогоднішній день вітчизняний фінансовий ринок характеризується більш високим рівнем фінансової доларизації економіки порівняно з досліджуваними країнами при їх переході до режиму інфляційного таргетування, значно вищим обсягом дефіциту державного бюджету та зовнішнього боргу, а також суттєвим зменшенням обсягів золотовалютних резервів.

Аналіз даних, наведених у табл. 4, також свідчить, що в Україні недостатньо ефективно функціонує міжбанківський кредитний ринок. Так, вплив міжбанківської процентної ставки на рівень інфляції оцінюється на рівні 49%, тоді як в країнах, що досліджуються, такий вплив складає 58%. При цьому вплив облікової ставки центрального банку на міжбанківську процентну ставку складає 37%, тоді як у досліджуваних країнах облікова ставка на 85% формує рівень міжбанківської процентної ставки. Ті самі теоретичні міркування призводять до висновку, що орієнтовний рівень облікової ставки в Україні в нинішніх умовах може бути збільшений. Прикладом таких дій є досвід Банку Ізраїлю, який на момент переходу до режиму інфляційного таргетування також зіткнувся з високим рівнем інфляції та вимушений був запровадити політику «дорогих грошей», підвищивши облікову ставку з 10% до 18%.

Важливе практичне значення має врахування тривалості лагів монетарного трансмісійного механізму (табл. 5). При цьому слід зазначити, що застосування середньострокового горизонту є виправданим у тому випадку, коли ціль по рівню інфляції вже досягнута і головним завданням центрального банку залишається її підтримка на відповідному рівні.

Таблиця 5. Коефіцієнти кореляції між основними макроекономічними показниками України в 1995–2013 рр. з урахуванням часового лагу, авторська розробка

Залежність між показниками	Лаг – 0 років	Лаг – 1 рік	Лаг – 2 роки	Лаг – 3 роки
Залежність рівня інфляції від міжбанківської процентної ставки	0,50728	0,49379	0,42468	-0,13904
Залежність міжбанківської процентної ставки від облікової ставки центрального банку	0,96761	0,70792	0,68597	0,56164

Аналіз коефіцієнтів кореляції та детермінації при аналізі взаємозв'язку зазначених показників дозволяє стверджувати, що строк дії процентного каналу трансмісійного механізму в Україні не повинен перевищувати 1 року, що характерно для країн, які реалізують антиінфляційну стратегію на етапі переходу до повноцінного інфляційного таргетування.

Висновки та перспективи подальших досліджень. У зв'язку з переходом до інфляційного таргетування Національний банк України повинен проводити активну політику щодо стримування інфляції, яка б враховувала інфляційні очікування суб'єктів ринку та населення. Перед центральним банком стоїть важлива ціль – досягнення та підтримання низьких стабільних темпів інфляції. Для досягнення цієї мети стратегічну ціль необхідно диференціювати шляхом встановлення короткострокових інфляційних цілей, які б мали достатній рівень гнучкості в часі, залежно від конкретних умов розвитку економіки та результатів монетарної політики.

Виходячи з особливостей дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму, для умов України доцільним є встановлення щорічного цільового інфляційного горизонту в рамках досягнення загальної пріоритетної цілі. При визначенні цього цільового горизонту НБУ слід взяти до уваги наявність і можливість використання відповідних прогнозних моделей, що формують уявлення про інфляційні очікування упродовж періоду, не меншого за цільовий горизонт. Розуміння процесу встановлення цільового інфляційного горизонту в рамках досягнення пріоритетної цілі потребує додаткових досліджень особливостей формування горизонту цільового показника в країнах, які здійснюють інфляційне таргетування.

1. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік: Рішення Ради Національного банку України від 11.09.2014 №28 // zakon.rada.gov.ua.
2. Буковинський С. Забезпечення цінової стабільності і мінімізація системних фінансових ризиків // Вісник НБУ.– 2014.– №11. – С. 5–15.
3. Мищенко С.В. Проблемы устойчивости денежного обращения. – М.: Новое знание, 2014. – 399 с.
4. Моисеев С.П. Денежно-кредитная политика: теория и практика: Учеб. пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
5. Науменкова С.В., Приходько Б.В. Світовий досвід регулювання фінансового сектору в контексті координації монетарної та фіскальної політики // Социальная экономика.– 2013.– №4. – С. 131–142.
6. Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I. (2011). Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets. *World Development*, 39(5): 712–724.
7. Capistran, C., Ramos-Francia, M. (2010). Does inflation targeting affect the dispersion of inflation expectations? *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(1): 113–134.
8. Database // Main Economic Indicators // dx.doi.org.
9. Economic Data // Federal Reserve Bank of St. Louis // research.stlouisfed.org.
10. Hammond, G. (2012). State of the art of inflation targeting. CCBS Handbook 29, Centre for Central Banking Studies, Bank of England. 47 p.
11. Indicators // Trading Economics // www.tradingeconomics.com.
12. Lima, G.T., Setterfield, M., Da Silveira, J.J. (2013). Inflation Targeting and Macroeconomic Stability with Heterogeneous Inflation Expectations. Department of Economics, FEA-USP Working Paper // www.tradingeconomics.com.
13. Lin, S. (2010). On the international effects of inflation targeting. *The Review of Economics and Statistics*, 92(1): 195–199.
14. Sturm, J.-E., Samarina, A. (2013). Factors Leading to Inflation Targeting – The Impact of Adoption. KOF Swiss Economic Institute, ETH Zurich. 20 p.

15. *Svensson, L.* (2014). Inflation Targeting and "Leaning against the Wind". *International Journal of Central Banking*, 10(2): 103–114.
16. *Walsh, C.* (2009). Inflation Targeting: What Have We Learned? *International Finance*, 12(2): 195–233.
17. *Woodford, M.* (2013). Inflation Targeting: Fix It, Don't Scrap It. Is Inflation Targeting Dead? *Central Banking after the Crisis*, pp. 74–89.

Стаття надійшла до редакції 12.01.2015.