

# ДОСВІД ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ: УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Девід Вавра  
OG Research, Ltd.

*Упродовж останніх трьох десятиліть багато економічно розвинутих країн та країн, що розвиваються, здійснило модернізацію принципів своєї грошово-кредитної політики. На основі аналізу їхнього досвіду автор робить висновки, які мають значення для грошово-кредитної політики в Україні, де нещодавно було розпочато реалізацію аналогічної програми модернізації. Більшість країн, досвід яких досліджується в статті, запровадила певну форму режиму інфляційного таргетування (далі – ІТ), враховуючи негативний досвід застосування попередніх режимів, основою яких було таргетування грошової маси або валютного курсу; при цьому таргетування валютного курсу, як і раніше, відіграло важливу роль. Основна маса елементів ефективної грошово-кредитної політики в режимі інфляційного таргетування формувалася поступово в результаті наполегливих зусиль центральних банків, при цьому невиконання певних початкових умов не було перешкодою для переходу до таргетування інфляції. Країнам довелося розв’язувати численні складні завдання у сфері забезпечення комунікацій, підтримання рівня довіри до центрального банку, функціонування трансмісійного механізму політики та припинення фіскального домінування. В процесі подолання цих труднощів сформувалися нові практики, які нині є основою сучасної грошово-кредитної політики незалежно від того, чи називають їх сукупність ІТ-режимом. Головним уроком для України (а також для інших країн, які модернізуватимуть грошово-кредитну політику в майбутньому та запроваджуватимуть ІТ-режим) є те, що визначення елементів системи інфляційного таргетування та швидкість їх формування – головна запорука успіху реалізації цієї нової системи принципів та зміцнення довіри до неї.*

JEL E58, E52

**Ключові слова:** інфляційне таргетування, монетарна політика, інфляційна ціль

*Автор висловлює подяку Ботір Кхану (Botir Khan) та Бі Рану (Bi Ran) за корисні зауваження та обговорення.*

## 1. Вступ

Упродовж останніх трьох десятиліть багато розвинутих країн та країн, що розвиваються, здійснили модернізацію принципів своєї грошово-кредитної політики. Досвід, здобутий ними в цьому процесі, дуже цінний для країн, котрі мають намір удосконалити власну систему принципів монетарної політики, в тому числі для України. Метою нашого дослідження є узагальнення досвіду попередніх переходів на різні режими грошово-кредитної політики, аналіз основних етапів, пройдених країнами, проблем, які при цьому виникали, та заходів щодо їх подолання.

Сподіваємося, що результати цього дослідження стануть корисним джерелом натхнення для владних структур України. Адже нині, після переходу до гнучкого валютного курсу в умовах тиску на ринок в 2014 р., грошово-кредитна політика в Україні стоїть перед критично важливим вибором нового номінального якоря. Національний банк України протягом останніх двох десятиліть намагався досягнути чи сприяти досягненню ряду цілей, серед яких: низька інфляція, стабільний та прогнозований валютний курс, міцна фінансова та банківська системи, сталий економічний розвиток.

■ *Стаття є перекладом оригінальної статті англійською мовою. У разі будь-яких розбіжностей між оригінальною статтею та її перекладом українською мовою англomовна версія статті має переважний статус.*

Для досягнення таких різних цілей завжди були важливі причини. Наприклад, стабільна вартість валюти в економіці з високим рівнем доларизації є вагомим якорем для очікувань населення, які впливають на прийняття рішень щодо виробництва, заощаджень та інвестицій. Волатильна інфляція негативно впливає на найменш захищені верстви населення, а також приховує реальну вартість трансакцій, збільшує невизначеність та зменшує інвестиції через зростання премії за ризик.

На жаль, НБУ не здобув успіху в досягненні будь-якої з цих цілей. Інфляція змінювалася від 1% до понад 30% (за винятком 2014 – 2015 рр.), а рівень економічного зростання змінювався від –15% до понад 12%. Валютний курс також змінювався декілька разів, втративши свою вартість в довгостроковому періоді значно більше, ніж плаваючі курси в інших країнах за аналогічний період. Фінансова та банківська системи зазнали краху внаслідок глобальної фінансової кризи. До моменту кризи значною мірою зростала доларизація економіки.

Як виявилось, багато країн з досліджених нами, мали подібний досвід і також шукали виходу зі складної ситуації. Отже, їхній досвід може бути корисним для державних органів України, відповідальних за здійснення грошово-кредитної політики, при прийнятті стратегічних рішень.

Ми з'ясували, що більшість країн у ході запровадження певної форми режиму інфляційного таргетування враховувала негативний досвід використання попередніх режимів. До початку цього процесу вона застосовувала режим таргетування і грошової маси, і валютного курсу. При цьому були відсутні такі елементи режиму грошово-кредитної політики, як прозорість політики та механізми підзвітності, а також майже нічого не було відомо про трансмісійні механізми політики. Зазначені країни обрали інфляцію в ролі номінального якоря, а швидкість переходу до нового режиму залежала від встановлених строків та ринкових умов. Більшість елементів ефективної грошово-кредитної політики формувалася з часом, а невиконання початкових умов не було перешкодою для переходу до таргетування інфляції. Країнам довелося розв'язувати численні складні завдання у сфері забезпечення комунікацій, підтримання рівня довіри до центрального банку, функціонування трансмісійного механізму політики та припинення фіскального домінування.

Решта тексту статті побудована таким чином. У другому розділі обговорюється початок процесу модернізації, а в подальших розділах основна увага приділяється аспектам управління цим процесом, у тому числі умовам, виконання яких забезпечує ефективність оновленої кредитно-грошової політики, проблемам, що виникають під час переходу до нового режиму, та способам їх подолання. Насамкінець ми підбиваємо підсумки результатів, яких досягли країни, що запровадили IT-режим, та робимо висновки.

## 2. Чому ці країни прийняли рішення про зміну системи принципів грошово-кредитної політики?

У більшості випадків рушійною силою переходу до ефективнішого режиму грошово-кредитної політики був негативний досвід застосування інших монетарних режимів, коли в ролі номінального якоря використовувалися фіксований валютний курс та грошова маса. Ще одним стимулом такого переходу було бажання знизити темпи інфляції та забезпечити якір (стримування) для інфляційних очікувань за допомогою простої цільової змінної, яка піддається вимірюванню.

Попередні режими, як правило, мали декілька наведених нижче спільних особливостей:

- проміжні цільові орієнтири – агрегат грошової маси в обігу та/або величина валютного курсу. В основному відповідні органи здійснювали таргетування як валютного курсу, так і грошової маси, як це, безумовно, було в більшості країн, що розвиваються, але багато економічно розвинутих країн (особливо країн Європейської монетарної системи) також застосовували такий режим. Лише деякі особливо розвинуті країни, такі як США та Канада, застосовували режим таргетування тільки грошової маси;
- операційні цільові орієнтири – грошова база або вільні резерви, зрідка – процентні ставки. Країни, що розвиваються, як правило, встановлювали операційні цільові орієнтири за обсягом виробництва (за деякими винятками, наприклад, Ізраїль), тоді як країни з розвинутою економікою застосовували більш різнопланові режими і в деяких із них операційними цільовими орієнтирами були процентні ставки (наприклад, Канада та США);
- нечітке розмежування грошово-кредитної та фіскальної політики. Концепція автономної грошово-кредитної політики не була прямо впроваджена на практиці, а часто навіть не була закріплена у

законодавчому порядку. У той час, як у деяких розвинутих країнах (США, Німеччина, Канада) центральні банки вже мали високий ступінь незалежності, в інших країнах автономія політики центральних банків забезпечувалася поступово. Наприклад, у Великобританії незалежність грошово-кредитної політики як на практиці, так і в законодавчому порядку була встановлена лише у другій половині 1990-х рр. (Freedman and Laxton, 2009). Аналогічна ситуація склалася і в Колумбії, де перші таргети інфляції були проголошені міністром фінансів на початку 1990-х рр., при цьому не було ніякої незалежності в розробленні та реалізації грошово-кредитної політики (Hamann et al., 2014). У багатьох країнах, що розвиваються, грошово-кредитна політика нерідко залежала від політичного тиску і проводилася під впливом фіскальної політики та з метою підтримання низьких процентних ставок, що давало змогу обмежити зростання державного боргу (а часто також з метою фінансування проєктів, важливих із політичної точки зору). Така ситуація де-факто мала місце і в багатьох країнах, що розвиваються, – з перехідною економікою, в яких незалежність центрального банку була вже законодавчо забезпечена раніше завдяки прийняттю нових законів про центральні банки з урахуванням найкращого досвіду (Batini and Laxton, 2006);

- низький ступінь прозорості політики та підзвітності. У загальних рисах суть комунікаційної політики центрального банку можна було охарактеризувати фразою “преса і банк повинні триматися подалі одне від одного” (Blinder et al., 2008). У багатьох випадках це стало наслідком відсутності незалежності центральних банків або свободи дій у проведенні грошово-кредитної політики. Часто непрозорість політики стосувалася вибору проміжних та операційних цілей, оскільки в прозорий спосіб було складно надати інформацію щодо змін у цих цілях, а також через упевненість у тому, що політика центрального банку буде ефективною лише тоді, коли банк зможе “дивувати” ринок своїми рішеннями. Регулярне надання роз’яснень щодо заходів центрального банку в інфляційних звітах, звітах щодо реалізації грошово-кредитної політики та у прес-релізах вважалося недоцільним<sup>1</sup>;
- брак знань щодо трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та функціонування реальної економіки. Лише центральні банки великих розвинутих країн мали розроблені макроекономічні моделі політики з каналами грошово-кредитної трансмісії (нерідко ретроспективного характеру) та вкладали кошти у макроекономічний аналіз як в інструмент управління грошово-кредитною політикою (Freedman and Laxton, 2009). Враховуючи особливу увагу до проміжних цілей грошово-кредитної політики, монетарні теорії інфляції відігравали важливу роль у встановленні цілей політики. Максимальна увага у сфері аналітичних досліджень у країнах, що розвиваються, приділялася прогнозуванню банківської ліквідності і фінансовому програмуванню як основі встановлення проміжних та операційних цільових орієнтирів грошово-кредитної політики (Capek et al., 2003).

У розвинутих країнах головною рушійною силою переходу до нового режиму було прагнення знизити інфляцію (Канада, США) у середовищі, в якому грошова маса перестала бути ефективним номінальним якорем, а деякі країни втратили здатність утримувати фіксовані валютні курси під тиском ринку (Великобританія) (Freedman and Laxton, 2009).

У країнах, що розвиваються, проблеми реалізації попередніх режимів грошово-кредитної політики нерідко виникали внаслідок прагнення досягти різних проміжних та операційних цільових орієнтирів (таргетів) (Otker-Robe and Vavra, 2005). Неузгодженість зазначених цільових орієнтирів значно загострилася внаслідок швидких змін у динаміці потоків капіталу, оскільки зріс ступінь інтеграції міжнародних фінансових ринків, і ці країни лібералізували рух капіталу. Гострота цих проблем була особливо відчутною в менших країнах, що розвиваються, в яких необхідність стерилізації цих потоків призвела до виходу з-під контролю грошової маси в обігу, спричинила тиск на валютний курс та зумовила загострення внутрішніх дисбалансів (Колумбія, Чеська Республіка, Угорщина, Сербія).

У кількох країнах, що розвиваються, відбувалося руйнування зв’язку між грошовою масою та інфляцією або вважалося, що монетарне таргетування (яке нерідко здійснювалося під опікою МВФ) зумовлювало надто глибоку рецесію економіки (Філіппіни). В інших країнах стабільність зв’язку грошових агрегатів із цільовими змінними визначала той номінальний якор, який протягом певного часу застосовувався при переході до ефективнішого режиму грошово-кредитної політики (Колумбія, Індонезія).

У більшості випадків (як у країнах, що розвиваються, так і в розвинутих країнах) перехід до нового режиму відбувався планомірно та поступово, хоча в деяких країнах він мав неорганізований характер і здійснювався

<sup>1</sup> Термін “інфляційний звіт” було запроваджено Банком Англії в середині 1990-х як компромісний термін, що відображав факт відсутності на той момент у Банку Англії свободи дій у здійсненні грошово-кредитної політики.

під впливом ситуації, що склалася на ринку. У деяких випадках перехід мав упорядкований характер, оскільки в його основі було свідоме рішення щодо зміни якоря грошово-кредитної політики, в інших випадках новий режим формувалася безпосередньо на основі попередніх. Наприклад, в Ізраїлі, Колумбії та Чилі цільові орієнтири (таргети) інфляції були запроваджені перш за все для того, щоб забезпечити повільний перехід від використання валютного курсу в ролі номінального якоря. В Румунії та Угорщині перехід до нового режиму став відповіддю на необхідність приведення рівня інфляції до критеріїв конвергенції ЄС. У Канаді перехід до режиму таргетування інфляції був зумовлений потребою в якорі для інфляційних очікувань, необхідному для реагування на конкретні економічні шоки (Freedman and Otker-Robe, 2009).

Деякі країни розпочали процес переходу в результаті валютної або загальноекономічної кризи (Чеська Республіка, Бразилія, Індонезія, Таїланд та Уругвай). В інших цей процес було сплановано ретельніше і конкретні кроки здійснювалися послідовно (Польща, Ізраїль, Чилі). В окремих країнах у новому режимі спостерігається поєднання елементів, виникнення яких зумовлене кризою, та запланованих, при цьому криза стала каталізатором процесу впровадження останніх (Туреччина).

Деякі елементи нового режиму формувалися незалежно один від одного, деякі – у певній послідовності. Наприклад, у багатьох зазначених країнах (незалежно від режиму грошово-кредитної політики) на дуже ранньому етапі виник намір перейти до регулювання (легшої форми таргетування) ринкових процентних ставок замість того, щоб установлювати операційні цільові орієнтири виходячи з проміжних цільових орієнтирів зростання грошової маси. З другого боку, разом із запровадженням режиму інфляційного таргетування та зміцненням його аналітичних засад відбулися зміни в комунікаційній політиці центральних банків та зріс ступінь прозорості їхньої грошово-кредитної політики.

Підбиваючи підсумки аналізу досвіду країн щодо переходу до нового режиму грошово-кредитної політики, можна сказати, що, очевидно, успішний результат цього переходу не залежить від характеру умов, які є відповідним спонукальним фактором. Проте від вихідних умов залежить встановлення послідовності елементів ефективнішого режиму грошово-кредитної політики та швидкість їх впровадження. Зокрема, перехід до нового режиму під тиском кризової ситуації нерідко призводив до прискореного запровадження таргетування інфляції в ролі альтернативного номінального якоря разом з усіма іншими супровідними елементами режиму, хоча послідовність їх введення не завжди була оптимальною і спланованою, як це мало місце в країнах, які здійснювали перехід більш поступово та з міркувань, не пов'язаних із кризою.

### 3. Які нові принципи грошово-кредитної політики обрали країни з урахуванням своїх особливих умов?

У більшості країн, які вдосконалювали принципи своєї грошово-кредитної політики, в результаті було запроваджено певну форму режиму інфляційного таргетування, хоча лише окремі з них забезпечили режим, який можна назвати повноцінним режимом таргетування інфляції. Фактично валютний курс досі має “винятковий статус”, особливо у країнах, що розвиваються. Практично в усіх країнах він залишився важливим інструментом політики/операційною змінною, а в багатьох – досі не втратив своєї ролі якоря для регулювання інфляційних очікувань, хоча вже багато років тому перестав бути офіційним проміжним цільовим орієнтиром (Грузія, Сербія, Вірменія, Росія). Останнє зауваження є особливо справедливим для країн із високим ступенем доларизації економіки (Roger et al., 2009; Stone, 2003).

Роль валютного курсу була досить важливою під час вибору проміжного цільового орієнтира грошово-кредитної політики та її номінального якоря. Вибір країн, центральні банки яких не використовували в ролі номінального якоря значення валютного курсу (тобто країн із найрозвинутішою економікою), був більш зваженим та супроводжувався меншою кількістю обмежень, ніж вибір країн, які його застосовували (більшість країн, що розвиваються). Зазначені розвинуті країни від самого початку обрали рівень інфляції в ролі нового номінального якоря тому, що, на їхню думку, він був кращим засобом забезпечення стабільності цін (Нова Зеландія) та досягнення цілей дезінфляції (Канада), ніж монетарні таргети. Центральні банки інших розвинутих країн (наприклад, ФРС та ЄЦБ) стали на шлях інфляційного таргетування, зважаючи на позитивний досвід країн, які запровадили цей режим раніше.

У країнах, які розпочинали із застосування валютного курсу в ролі номінального якоря, вибір проміжних цільових орієнтирів політики максимально відобразив здатність до подолання “остраху плавання” та швидкість переходу до гнучкого валютного курсу (Ізраїль, Польща, Угорщина). Таргетування валютного курсу часто супроводжувало процес переходу до нового режиму протягом багатьох років, при цьому до певної міри застосовувались і монетарні номінальні змінні (ЄЦБ, Вірменія, Уругвай).

У процесі переходу до нового режиму валютний курс і до меншої міри – монетарні таргети перетворювалися з проміжних цільових орієнтирів та якорів на важливі трансмісійні змінні та інструменти. Цей процес відображав зростання обсягу зусиль, спрямованих на зниження рівня інфляції порівняно з іншими цілями (наприклад, забезпечення конкурентних переваг) у міру того, як змінювалися довгострокові пріоритети грошово-кредитної політики, а також рівень розуміння відповідними органами аналітичних аспектів режиму процентної ставки. Запровадження режиму плаваючого валютного курсу сприяло нейтралізації впливу вхідних потоків капіталу і давало змогу відповідним органам установлювати процентні ставки на рівні, узгодженому з таргетами інфляції. Скорочення імпліцитних гарантій підтримання рівня валютного курсу також сприяло обмеженню припливу спекулятивного капіталу. В країнах, які здійснили різкий перехід від режиму фіксованого валютного курсу під тиском обставин, цей процес відбувався швидше (Чеська Республіка, Великобританія).

Усім країнам, які перебували в стані валютної кризи або кризи платіжного балансу, як правило, довелося невдовзі обирати рівень інфляції в ролі альтернативного цільового орієнтира, дотримуючись монетарних таргетів у середньостроковій перспективі. Особливо це стосується перехідних країн, що розвиваються, але кільком розвинутих країнам також довелося запровадити режим інфляційного таргетування після краху їхнього режиму фіксованого валютного курсу, наприклад, Великобританії та Іспанії. Зосередження уваги на стабілізації рівня інфляції здавалося єдиним ефективним альтернативним способом швидкого встановлення довіри до центральних банків у цих країнах (Туреччина, Чеська Республіка).

## 4. Як країни розпочинали процес і встановлювали умови та принципи впровадження ефективного режиму інфляційного таргетування?

У багатьох випадках процес запровадження елементів ефективного режиму інфляційного таргетування відбувався протягом тривалого часу, іноді – близько десяти років (особливо в країнах, що розвиваються, які здійснювали перехід у 1990-ті рр., – Польщі, Чеській Республіці, Бразилії). Країнам, які змінювали режим у 2000-х рр., знадобилося менше часу на впровадження цих елементів, що може пояснюватися доступом до більшого обсягу відповідної інформації (ніж у 1990-х рр.) та можливістю використання позитивного досвіду країн “першої хвилі”. Йдеться саме про Сербію, Грузію та Молдову, які змогли впровадити ці елементи дуже швидко, в окремих випадках – протягом кількох місяців або лише кількох років.

Здебільшого в теоретичній літературі щодо аналізу умов, наявність яких спрощує перехід до ефективніших режимів грошово-кредитної політики, це питання досліджується з позиції країн, які здійснюють перехід до певного варіанта режиму інфляційного таргетування (Carare et al., 2002, 2003; Batini et al., 2005). Існує кілька різних версій щодо умов, які сприяють безперешкодному переходу до передових режимів грошово-кредитної політики і зокрема до режиму ІТ. Згідно з однією з версій такою сукупністю умов є:

- інституційна незалежність (повна автономія центрального банку (далі – ЦБ), закріплена в законодавчому порядку, відсутність фіскального домінування, операційна незалежність ЦБ, забезпечення податково-бюджетного балансу тощо);
- стан фінансової системи (капіталізація банків, розвиток ринку акцій, деривативів та ринку облігацій, валютні дисбаланси тощо);
- розвинута технічна інфраструктура (доступність даних, систематизований процес прогнозування, наявність моделей для умовного прогнозування);
- структура економіки (вплив валютного курсу на рівень цін на імпорту в національній валюті, доларизація економіки, відкритість торгівлі, чутливість до цін на товари тощо).

В інших варіантах “екзогенним процесам” (стабільності фінансової системи та структурі економіки) надається меншого значення, а в окремих випадках у ролі додаткового початкового чинника вводиться умова макроекономічної збалансованості (Carare et al., 2002).

Переважає більшість емпіричних літературних праць свідчить про те, що жодна країна, яка здійснювала перехід до режиму ІТ, до моменту цього переходу не запровадила в повному обсязі всієї сукупності елементів, які вважаються необхідними для плавного переходу до нового режиму (Batini et al., 2005). Як і можна було очікувати,



промислово розвинуті країни, котрі вирішили перейти до режиму ІТ, досягли кращих результатів у “виконанні умов” на момент початку переходу, ніж країни з ринками, що розвиваються, які також прийняли рішення про такий перехід (при цьому схоже, що Канада була єдиною країною, яка максимально виконала зазначені вище умови або ж наблизилася до цього).

Зокрема, країнам, котрі прийняли рішення про перехід до режиму ІТ, на початку цього процесу були притаманні такі спільні особливості:

- слабкість або відсутність потенціалу прогнозування та відсутність моделей прогнозування; нерідко країни, що розвиваються, мали недостовірні дані;
- більшість країн характеризувалася невисоким рівнем стабільності фінансової та банківської системи, але мала відносно вигідні позиції капіталу та відкриті валютні позиції;
- у більшості країн було забезпечено інституційну незалежність політики за рахунок відсутності фіскального домінування та запровадження незалежних інструментів, проте законодавча незалежність політики нерідко була обмеженою;
- багато країн на той момент дотримувалося режиму подвійного номінального якоря (наприклад, Угорщина, Польща, Ісландія). Частково це стосується і Європейського центрального банку (ЄЦБ), який (хоча і не є установою, що переходить до режиму ІТ) дотримується принципів сучасної грошово-кредитної політики та офіційно запровадив таргетування інфляції паралельно з таргетуванням монетарних агрегатів;
- у цих країнах також не була забезпечена законодавча незалежність центрального банку, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики був неефективним, і в ньому домінував канал валютного курсу.

Умови, які були реалізовані на момент упровадження нового режиму в більшості країн, та наявність яких до початку цього процесу в літературі традиційно вважається вирішальним чинником успіху, є такими:

- відносно вільне встановлення таргету інфляції (завдання – забезпечення стабільності цін);
- контроль центрального банку над власним балансом (хоча окремі форми фіскального домінування можуть існувати);
- незалежність інструментів політики та певна ефективність їх упровадження;
- функціонування ринку валютних операцій типу “спот” і можливості фінансової системи в управлінні валютним ризиком.

Аналіз досвіду країн із режимом ІТ свідчить про те, що такі умови полегшують перехід до цього режиму, але їхня відсутність не є нездоланною перешкодою. У широкому розумінні наявність більшості цих умов є, по суті, свідченням належного функціонування ефективного режиму грошово-кредитної політики. Тому процес їх упровадження практично є процесом підвищення ефективності нового режиму грошово-кредитної політики та засобом підвищення довіри до нього.

У цілому можна зробити висновок, що відсутність усіх бажаних умов на момент упровадження нового режиму не є перешкодою в його реалізації. Аналіз літературних джерел свідчить, що “передумови” не мають великого значення для тлумачення природи поліпшення макроекономічних показників із позицій інфляції, зростання виробництва та їхньої мінливості в рамках режиму ІТ (Freedman and Otker-Robe, 2010). Схоже на те, що ефективність реалізації нового режиму більшою мірою залежить від рішучості та швидкості впровадження елементів, а не від їхнього початкового стану. І справді, в багатьох країнах, котрі вводили режим інфляційного таргетування, внутрішня зумовленість формувалася в напрямі від запровадження режиму ІТ до виконання супровідних умов, а не навпаки.

У літературі також визнається, що формування необхідних умов у країнах, котрі здійснювали перехід до нового режиму (а саме у сфері технічної інфраструктури), за швидкістю суттєво випереджає процес досягнення аналогічних позитивних результатів у країнах, які не вводили в дію новий режим (Batini and Laxton, 2006). Це підтверджує той факт, що прийняття рішення про перехід позитивно впливає на швидкість пристосування до нових умов (Freedman and Otker-Robe, 2010).

## 5. Яким чином країни здійснювали управління процесом переходу/модернізації політики?

Послідовність упровадження елементів ефективної грошово-кредитної політики відіграла важливу роль у тому, що стосується тривалості переходу та рівня макроекономічних показників. Незважаючи на те, що процес введення в дію кожного такого елемента нерідко тривав багато років, у цілому послідовність їх введення була такою:

- базові елементи політики та незалежність її інструментів існують, а центральний банк контролює власний баланс. Хоча стан державного бюджету може бути нестабільним, а також можуть існувати інші форми фіскального тиску на економіку, центральний банк має достатній рівень незалежності для прийняття рішення щодо того, які інструменти слід застосовувати, та достатню свободу для того, аби сприяти розвитку фінансового ринку;
- з'являються деякі елементи режиму таргетування відсоткової ставки разом із певним ступенем гнучкості режиму валютного курсу. Більшість країн ще на досить ранній стадії переходу зрозуміла переваги запровадження політики таргетування процентної ставки та необхідність забезпечення певної гнучкості валютного курсу. Введення гнучкого валютного курсу може бути продиктоване практичною доцільністю, але незабаром це може стати необхідністю, якщо зважати на намір реалізовувати грошово-кредитну політику шляхом змін процентних ставок;
- розпочинається робота зі стимулювання розвитку фінансових ринків (внутрішнього ринку боргових зобов'язань, ринку валютних операцій типу "spot" і ринку форвардних операцій, подекуди – ринку форвардних контрактів за процентними ставками (FRA)), інколи – разом із лібералізацією рахунку фінансових операцій. Створення можливостей для певної волатильності валютного курсу із часом призводило до розбудови валютних ринків та прискорення процесу створення механізмів управління валютним ризиком. Другим найважливішим елементом інституційного характеру на цьому етапі був регулярний випуск взаємозамінних державних боргових зобов'язань, без якого крива прибутковості в місцевій валюті не могла б розвиватись, що послаблювало б роль каналу відсоткової ставки трансмісійного механізму політики. У деяких країнах на цьому етапі також розвивалися ринки валютних деривативів та форвардних контрактів за процентними ставками, спонукаючи центральний банк до більш прозорого висвітлення курсу його політики<sup>2</sup>;
- ступінь гнучкості валютного курсу зростає поступово. Ринковий тиск іноді прискорює перехід до гнучкості, нерідко у зв'язку з лібералізацією руху капіталу. Наслідки, зумовлені принципом "неможливої трійці" та посиленням лібералізації рахунку операцій із капіталом, поступово збільшують потребу в підвищенні гнучкості валютного курсу. У країнах, які одночасно практикували режим таргетування інфляції та валютного курсу, суперечності між цими двома таргетами вимагали послаблення режиму таргетування валютного курсу. Проте в ідеальному випадку лібералізація рахунку операцій із капіталом повинна здійснюватися продумано і послідовно (див. нижче). Країни, які здійснили лібералізацію ринків капіталу надто швидко (наприклад, Чехія у 1996 році або Ізраїль та Чилі у 1970-ті рр.), стали заручниками волатильності зовнішніх фінансових потоків, яка нерідко призводить до фінансових криз та непередбаченого виходу з режиму фіксованого валютного курсу (Чехія);
- інфляція обирається в ролі альтернативного номінального якоря, і проголошуються перші цільові орієнтири, часто – на короткострокову перспективу, які подекуди співіснують із таргетом валютного курсу. Інфляція в ролі альтернативного номінального якоря починає з'являтися на цьому етапі або в силу необхідності після ініційованого кризою виходу з режиму фіксованого валютного курсу, або в результаті пошуку альтернативної заміни валютному курсу, гнучкість якого зростає й надалі;
- встановлюється незалежність та автономія грошово-кредитної політики в широкому розумінні (у тому числі стосовно режиму валютного курсу). Затверджуються в законодавчому порядку принципи операційної, фінансової та індивідуальної незалежності центральних банків. Іноді центральні банки отримують автономію у встановленні таргетів (або розділяють це повноваження з урядом) та свободу у реалізації режиму валютного курсу<sup>3</sup>;

<sup>2</sup> Допущення іноземних інвесторів до участі в процесі розвитку фінансових ринків було важливим позитивним чинником, оскільки вони були носіями належних стандартів, сприяли зростанню ліквідності ринків та виконували роль контрагентів за операціями на ринках, які в іншому випадку були б односторонніми.

<sup>3</sup> Центральні банки Мексики та Чеської Республіки (протягом певного періоду) отримали повну автономію у встановленні цільових орієнтирів, у решті країн випадки повної автономії центральних банків у встановленні цільових орієнтирів були досить нечастими.

- розвиваються аналітичні можливості і стратегія комунікацій. Після обрання рівня інфляції в ролі альтернативного номінального якоря центральні банки працюють над упровадженням відповідних інституційних елементів, у тому числі над підвищенням рівня своєї незалежності, прозорості й підзвітності, а також зміцненням можливостей аналітичного прогнозування. Реалізація останнього елемента нерідко потребувала кількох років;
- проголошуються середньострокові таргети інфляції та здійснюється остаточний перехід від валютного курсу як номінального якоря. Часто валютний курс продовжує відігравати важливішу роль, ніж просто інструмент або змінна, яка відповідає за певний канал трансмісійного механізму, що зумовлює розроблення тієї чи іншої стратегії валютної інтервенції.

Проте досвід свідчить про те, що наведена вище конкретна послідовність дій не була ідеальною. Зокрема, завчасні інвестиції у розвиток комунікацій та аналітичних можливостей могли б сприяти більш плавному переходу до нового режиму та пришвидшити формування довіри до цього процесу. Наприклад, відсутність аналітичних можливостей призвела до скорочення горизонтів застосування політики, підвищення волатильності макроекономічних показників та послаблення довіри до процесу. У деяких випадках наявність належних комунікаційних інструментів могла б сприяти досягненню суспільного консенсусу щодо процесу переходу на ранньому етапі. При цьому також складається враження, що можна було б швидше прийняти рішення щодо обрання рівня інфляції в ролі альтернативного номінального якоря<sup>4</sup>. Насамкінець зазначимо, що досвід свідчить проти проведення передчасної лібералізації рахунку фінансових операцій, яка в принципі повинна супроводжувати (а не прискорювати) підвищення гнучкості валютного курсу.

У підсумку схематична послідовність дій бачиться нам такою:

- рівень інфляції обирається в ролі номінального якоря й оголошується відповідна інформація (принаймні у формі середньострокового цільового орієнтира інфляції);
- з'являються ті чи інші елементи режиму таргетування процентної ставки разом із запровадженням певної гнучкості валютного курсу. Розпочинаються дії зі стимулювання розвитку фінансових ринків (внутрішнього ринку боргових зобов'язань, ринку валютних операцій типу "spot" і ринку форвардних операцій, подекуди – ринку форвардних контрактів за відсотковими ставками);
- ступінь гнучкості валютного курсу зростає поступово і супроводжується лібералізацією рахунку фінансових операцій;
- ринкова процентна ставка стає основною операційною змінною, роль вимог щодо резервів та інших інструментів зменшується. Розвиваються аналітичні можливості та розробляється комунікаційна стратегія, при цьому основна увага приділяється встановленню ключової ставки в рамках політики в ролі основного інструменту. Процес прийняття рішень коригується відповідним чином;
- проголошуються річні або постійно діючі цільові орієнтири інфляції (і не переглядаються), при цьому роль валютного курсу в ролі номінального якоря послаблюється (наприклад, шляхом розширення інтервалів), але валютний курс продовжує відігравати важливішу роль, аніж просто інструмент або змінна, яка відповідає за певний канал трансмісійного механізму, що зумовлює розроблення тієї чи іншої стратегії валютної інтервенції;
- валютний курс остаточно перестає відігравати роль номінального якоря, при цьому він залишається допоміжним інструментом, який у разі необхідності зміцнює канал процентної ставки трансмісійного механізму, яка є основним інструментом (політики).

Центральні банки відігравали надзвичайно важливу роль, оскільки виступали організаторами процесу переходу до нового режиму, очолювали його та керували ним. Вони були ініціаторами діалогу з органами влади, брали активну участь у здійсненні змін у правовому середовищі, співпрацювали із зацікавленими групами та очолювали міжвідомчі робочі групи, які координували заходи, що вживалися в окремих сферах. Центральні банки також значною мірою допомагали розвитку фінансових ринків, здійснюючи управління лібералізацією, пропагували дотримання високих стандартів та кодексів поведінки, а також сприяли створенню технічної та правової інфраструктури. На останніх етапах процесу переходу вони вживали регулятивних заходів, які сприяли розвитку місцевих ринків валюти і відповідних інструментів, а також зменшенню рівня доларизації економіки (Сербія, Грузія, Туреччина, Перу, Росія та Молдова). У кількох країнах саме центральні банки забезпечили регулярний випуск казначейських векселів із цільовими строками погашення та в обсягах, достатніх для забезпечення розвитку цього ринку (Македонія і Таїланд).

<sup>4</sup> Досвід Колумбії свідчить, зокрема, про необхідність проголошення цільового орієнтира в рамках нового режиму стабілізації цін. Якщо такий таргет не проголошувався, це зумовлювало надзвичайно низький рівень довіри до нового номінального якоря та нового режиму (Gomez et al., 2002).



## 6. Які проблеми постали перед країнами і в який спосіб вони їх урегулювали/подолали?

### Очевидна відсутність довіри

Гальмування процесу переходу до нового режиму здебільшого відбувалося через очевидну відсутність довіри до нової політики та нового номінального якоря (Туреччина). Потенціал прогнозування та повернення рівня інфляції до встановлених цільових орієнтирів вважався низьким, і відповідні органи побоювалися, що недосягнення проголошених цільових орієнтирів інфляції може спричинити негативні наслідки для нового режиму грошово-кредитної політики. У деяких випадках центральним банкам не вдавалося досягти встановлених таргетів інфляції, причому розрив виявився досить великим, що викликало негативну реакцію суспільства щодо їхньої стратегії (зокрема, так було у випадку з рецесією економіки в Чехії у 1999 році) та спонукало інші країни до застосування зваженішого підходу при встановленні цільових орієнтирів. В інших випадках (причому у розвинутих країнах) нестабільність у сфері податково-бюджетної політики обмежувала можливості маневрування у сфері грошово-кредитної політики і нерідко зумовлювала надто високий рівень реальних процентних ставок та надмірну волатильність макроекономічних показників (Бразилія, Туреччина, Канада, Сполучені Штати Америки).

У результаті очевидної відсутності довіри до нового режиму багато країн демонстрували “надто ретельну підготовку” та іноді дуже довго чекали, перш ніж визнати, що вони вже добре підготувались, і настав слушний момент. Деколи цей слушний момент так і не наставав (Україна).

Унаслідок побоювань відносно долі режиму, який тільки-но зароджувався, увагу було зосереджено на зниженні рівня інфляції. При цьому, як правило, не бралися до уваги такі компоненти (що впливають на її волатильність), як ціни на продукти харчування та регульовані ціни. Водночас центральні банки повинні були розробити ретельно продуманий перелік “виняткових випадків звільнення від зобов’язань” (“escape clauses”), коли за певних очікуваних або фактичних обставин вони могли не дотримуватись інфляційної цілі. Пов’язані з цим проблеми у сфері комунікаційної політики були надто суттєвими, і обидві стратегії не працювали як належить. Ігнорування волатильності цін на продукти харчування, можливо, і забезпечило вищу точність прогнозування, але навряд чи могло викликати у населення прихильність до нового режиму, яка є вкрай важливою для довіри до відповідної політики. Система “виняткових випадків звільнення від зобов’язань” створювала непрозорість системи елементів нового режиму, яка мала б бути побудованою на чітких та прозорих засадах. У зв’язку з цим більшість країн поступово перейшла до режиму таргетування споживчої (базової) інфляції і протягом 2000-х рр. відійшла від системи “виняткових випадків звільнення від зобов’язань”.

З міркувань збереження довіри центральні банки також могли відмовлятися від застосування довгострокових таргетів інфляції, перш ніж зрозуміли їхнє значення для стримування інфляційних очікувань. Більшість країн, що розвиваються, розпочинала перехід до нового режиму з проголошення короткострокових цільових орієнтирів інфляції, які в деяких випадках щороку переглядалися (Індонезія, Гана, Сербія). Деякі країни, в яких режим ІТ був відносно налагодженим, навіть переглядали проголошені ними цільові орієнтири в напрямі збільшення, щоб підтримати рівень довіри до нового режиму в умовах тривалих шоків (Туреччина, Бразилія). Проте не вважалось, що такі дії центральних банків сприяють підвищенню довіри, і більшість країн поступово перейшла до встановлення середньострокових таргетів інфляції на відносно сталому рівні (Schmidt-Hebbel and Werner, 2002).

Побоювання щодо недостатньо високого рівня довіри до нового режиму були особливо відчутними в країнах, які зазнали валютної кризи і змушені були відійти від режиму фіксованого валютного курсу. Різке зниження валютного курсу, відсутність номінального якоря інфляції та спогади про періоди високої інфляції підживлювали побоювання щодо повернення до періоду гіперінфляції. Деякі з них реагували на це прискоренням переходу до нового режиму, тоді як інші поверталися (принаймні тимчасово) під “прикриття” режиму таргетування монетарних агрегатів та валютного курсу (Уругвай, Чеська Республіка).

### Фіскальне домінування

Отримання центральним банком законодавчого та фактичного контролю над власним балансом було однією з найважливіших передумов ініціації процесу переходу до нового режиму (Freedman and Otker-Robe, 2010). Проте навіть за умови контролю над балансом свобода центральних банків у застосуванні ефективних інструментів грошово-кредитної політики в процесі стабілізації макроекономічних показників залишалась обмеженою, оскільки все ще існували побоювання ринку щодо стабільності податково-бюджетної сфери, платіжного балансу або їх обох (Туреччина, Бразилія).

Ці побоювання стали причиною встановлення різноманітних страхових премій ендегенного характеру, що обмежувало ефективність заходів грошово-кредитної політики. Наприклад, підвищення процентних ставок у відповідь на інфляційний шок могло спровокувати зростання премії за валютний ризик унаслідок побоювань щодо негативних наслідків для стабільності податково-бюджетної сфери (Гана, Сербія). Аналогічно зусилля зі стимулювання економіки за рахунок зниження ставок можуть мати негативні наслідки, якщо зовнішній платіжний баланс зазнає шоку внаслідок швидкого відпливу капіталу (так, як це відбувалось у випадку кризи платіжного балансу в багатьох країнах Латинської Америки). Страх перед цими наслідками призводив до того, що заходи грошово-кредитної політики, вжиті відповідними органами у відповідь, у багатьох випадках були стриманими. "Острах плавання" є одним із найзначніших прикладів побоювань, що можуть уповільнити процес переходу до нового режиму (Schmidt-Hebbel and Werner, 2002; Ramos-Francia and Garcia, 2005). Проте навіть із досвіду таких індустріально розвинутих країн, як Канада (на початку 1990-х рр.) або США (на початку 1980-х рр.) видно, як реальні процентні ставки були необґрунтовано підвищені внаслідок відсутності підтримки фіскальною політикою заходів щодо дезінфляції (Freedman and Otker-Robe, 2010).

Виходячи з цих міркувань, можна стверджувати, що, крім відмови від фіскального домінування, країна повинна мати міцну позицію у бюджетно-податковій сфері, перш ніж розпочинати процес введення таргетів інфляції (Carare et al., 2002; Masson et al., 1998). Справді, досвід індустріально розвинутих країн, а також деяких країн, що розвиваються, свідчить про те, що впровадженню ефективнішої грошово-кредитної політики передувало вдосконалення бюджетно-податкової політики або ці процеси відбувались одночасно (наприклад, у Колумбії) (Tapsoba, 2010). Цікаво зазначити, що, як виявили Vatini et al. (2005) в результаті дослідження вибірки з 13 країн, що розвиваються, стан бюджетно-податкової політики до моменту запровадження режиму таргетування інфляції або відсутність її вдосконалення після його введення не впливали на здатність режиму до зниження та стабілізації інфляції.

У цьому відношенні особливо цікавим є досвід Ізраїлю, оскільки тут спостерігається позитивний зворотний зв'язок між перевагами від застосування прогресивного режиму грошово-кредитної політики та бюджетною дисципліною. Режим ІТ сприяв позитивній динаміці та подовженню кривої дохідності, що, в свою чергу, створило передумови для розвитку ринку іпотечних кредитів у місцевій валюті. Ринок іпотеки, який зачіпає інтереси більшості населення, є особливо чутливим до режиму бюджетно-податкової політики, яка у зв'язку з цим набула більш дисциплінованого характеру. Згідно з висновками деяких оглядачів той факт, що політичні цикли перестали бути проблемою в Ізраїлі приблизно в той момент, коли режим ІТ набув довіри, є не випадковим.

### Неефективність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

Неефективність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики (фактична або уявна), в якому домінував канал валютного курсу, в умовах недостатньо розвинutih та доларизованих фінансових ринків і суттєвого рівня регулювання цін могла загострити проблеми, пов'язані з довірою до нового режиму, особливо в країнах із ринками, що розвиваються.

Зазвичай вважається, що в трансмісійному механізмі монетарної політики домінує канал валютного курсу (також у деяких розвинutih країнах, наприклад, у Новій Зеландії). Справді, вплив динаміки валютного курсу на рівень інфляції та іноді на обсяг виробництва (з точки зору експорту) був дуже сильним на початкових етапах переходу до нового режиму в більшості країн (і особливо в малих країнах із відкритою економікою). Нерідко виникали додаткові труднощі, пов'язані з високою часткою регульованих цін у кошику споживчих цін, а це іноді спонукало центральні банки до встановлення вузького інтервалу таргетування індексу цін. Така стратегія пізніше була визнана неефективною, тому від неї відмовилися.

Відсутність внутрішніх фінансових ринків додатково обмежувала можливості реалізації процентної політики. Проблеми фінансової стабільності нехеджованих позицій в іноземній валюті приватного та державного секторів зумовлювала обережність у здійсненні різких змін валютного курсу. Наприклад, в Угорщині у період між 2008-м та 2013 р. близько двох третин обсягу позик, наданих домашнім господарствам, були номіновані у швейцарських франках, при цьому позики в іноземній валюті були досить поширеними і в країнах, що розвиваються. Центральний банк побоювався виникнення замкнутого кола (яке мало місце під час кризи у Південно-Східній Азії в 1997-1998 рр.), коли різке послаблення валютного курсу призводить до зростання частки неповернення позик в іноземній валюті і перетворює кризу платіжного балансу на кризу банківської системи. У зв'язку з цим у рамках грошово-кредитної політики, окрім режиму інфляційного таргетування, велике значення надавалося рівню валютного курсу, який опосередковано враховувався в процесах прийняття рішень та в комунікаційній політиці. Ситуація в Угорщині змінилася лише після 2013 р., коли позики в іноземній валюті, надані домашнім господарствам, в адміністративному порядку було переведено в місцеву валюту.

Проте виявилось, що поступове створення елементів сучасної грошово-кредитної політики зумовлює швидкі зміни в трансмісійному механізмі. Справді, згідно з результатами більшості досліджень вплив валютного каналу трансмісійного механізму істотно зменшувався із часом у більшості країн, які запровадили режим ІТ (Vaqueiro and oth-

ers, 2003; Coulibaly and Kempf, 2010). Це було результатом зміцнення системи принципів грошово-кредитної політики за рахунок більшої систематизації та прогнозованості, а також завдяки зусиллям, спрямованим на створення стабільніших внутрішніх фінансових ринків та зменшення рівня доларизації (Chailloux et al., 2010).

Важливу роль у процесі створення та зміцнення внутрішніх фінансових ринків відігравали центральні банки. На ранніх етапах переходу до нового режиму вони відігравали ключову роль у встановленні стандартів здійснення ринкових операцій на грошових та валютних ринках, забезпечували уніфікацію діяльності торговельних платформ, запроваджували генеральні угоди за операціями РЕПО, сприяли встановленню ставок-орієнтирів та розвитку ринкової інфраструктури в цілому. На подальших етапах процесу переходу вони вживали регулятивних заходів, які сприяли розвитку місцевих ринків валюти й відповідних інструментів і зменшенню рівня доларизації (Сербія, Грузія, Туреччина, Росія, Молдова). Деякі з них проводили спеціалізовані кампанії, спрямовані на зниження рівня доларизації економіки (Угорщина, Сербія, Грузія).

У кількох країнах центральні банки також відіграли велику роль у тому, щоб переконати органи влади розпочати випуск внутрішніх боргових цінних паперів із цільовими строками погашення в достатніх обсягах і цим забезпечити ключову умову для розвитку місцевих ринків валюти.

Підвищення ступеня прозорості грошово-кредитної політики за рахунок зовнішніх комунікацій також було визнано ефективним інструментом подолання проблем, пов'язаних із дефіцитом довіри до нового режиму та неефективністю трансмісійного механізму політики. Зусилля, спрямовані на підвищення ступеня підзвітності та прозорості шляхом проведення комунікаційних заходів, наприклад, випуск інфляційних звітів та здійснення заходів для преси, стали дуже поширеним елементом інструментарію грошово-кредитної політики, який сприяв поступовому зміцненню довіри до нових режимів.

Головною метою цих зусиль було підвищення ступеня прогнозованості офіційної процентної ставки як ставки-орієнтира на місцевому грошовому ринку. Центральні банки, працюючи над підвищенням прозорості політики, із часом зрозуміли, що визнання власних помилок може сприяти підзвітності і зміцненню довіри до відповідної стратегії, яка реалізується в рамках політики. Тому важливішим було те, що учасники ринку могли добре розуміти, якою буде поведінка центрального банку за певних обставин, і знати про те, що він усвідомлює свої помилки.

Ключовими елементами цієї концепції комунікацій є такі: 1) оприлюднення інформації про те, що прогноз інфляції зрештою завжди досягає цільового показника, але з певним ступенем невизначеності, який із часом не змінюється; 2) оприлюднення інформації (в усній або прямій формі) щодо очікуваної траєкторії офіційної відсоткової ставки; 3) проведення регулярних (щоквартальних) нарад з аналітиками фінансового ринку, 4) посилення ролі Інфляційного звіту як основного комунікаційного засобу та підвищення його далекоглядності; 5) організація циклу комунікаційних заходів після кожного засідання з прийняття рішень у сфері грошово-кредитної політики згідно із заздалегідь оголошеним розкладом (наприклад, прес-релізи щодо прийнятих рішень, прес-конференції, протоколи засідань щодо прийняття політичних рішень, Інфляційний звіт, заходи для цільової аудиторії та статті в газетах).

За умови їхньої ефективності зазначені цикли та елементи комунікаційної політики можуть сприяти передбачуваності грошово-кредитної політики, оскільки завдяки їм оприлюднюється інформація про пріоритети у сфері політики та майбутні заходи, а також формується чітке уявлення про функцію політики як інструменту реагування. Водночас зазначені комунікаційні інструменти були ефективними з точки зору організації корисного зворотного зв'язку і дали змогу вдосконалити аналітичний апарат політики.

В той час, як у минулому комунікаційні канали центрального банку використовувалися в основному як джерело даних, під час впровадження нового режиму основну увагу стали приділяти особливостям текстової інформації щодо заходів політики, а саме викладенню її цілей, аналізу помилок та опису стратегії, яка дає змогу досягти зазначених цілей у майбутньому. Ця текстова інформація формувалася переважно на основі статистичних описів великого обсягу (100 і більше сторінок) і набувала форми відносно короткого прогнозного повідомлення, викладеного доступною мовою. Основними цілями політики, зазначеними в цьому повідомленні, було забезпечення підзвітності й передбачуваності. Зокрема, Інфляційний звіт став основним інструментом регулярних комунікацій у рамках грошово-кредитної політики. У ньому відображалися результати дотримання цільових орієнтирів і завдяки викладеній у цьому звіті інформації формувалася достовірне уявлення про курс майбутньої грошово-кредитної політики, зумовлений конкретними обставинами.

Реалізація такої широкої комунікаційної стратегії нерідко вимагала спрямування додаткових зусиль на забезпечення злагодженого функціонування численних комунікаційних каналів для надання інформації в узгоджений спосіб та уникнення її надмірного розкриття. Часто це потребувало залучення додаткових ресурсів департаментів з питань комунікацій та оптимізації їхньої організаційної структури. В той час, як до переходу на новий режим більшість банків мала лише прес-службу у складі секретаріату голови та речника, на кінцевому етапі переходу діяльність у сфері комунікацій, як правило, зосереджувалась в одному департаменті, безпосередньо підпорядкованому голові центрального банку.

## Перегляд підходу встановлення кількох цілей політики та кількох цільових орієнтирів (таргетів)

Для країн, які здійснювали поступовий перехід від використання валютного курсу в ролі номінального якоря, одночасна реалізація кількох цілей політики, особливо дотримання цільових орієнтирів у сфері валютного курсу та інфляції, було основною проблемою (Угорщина). Хоча ця ситуація і перебувала під відносним контролем завдяки закриттю рахунків капіталу та внаслідок повільного зростання обсягу виробництва, висока швидкість надходження потоків капіталу стала випробуванням ефективності нового режиму невдовзі після лібералізації внутрішніх фінансових ринків та/або глибшої інтеграції у світові фінансові ринки.

Досвід багатьох країн свідчить про те, що необхідно розрізнити роль валютного курсу як додаткового проміжного цільового орієнтира (як доповнення до таргету інфляції) та його роль як інструменту досягнення таргету інфляції (та/або реалізації інших цілей політики). Хоча ця практика не була ефективною з точки зору довгострокової перспективи і таким режимом було важко управляти, вона, як і раніше, застосовується багатьма країнами, що розвиваються, та розвинутими країнами і набула особливого значення після фінансової кризи.

Протягом процесу переходу до нового режиму майже всі країни, що розвиваються, пройшли період проголошення двох чітко заданих проміжних цільових орієнтирів: таргету інфляції і таргету валютного курсу (Польща, Ізраїль, Чилі, Угорщина). Така практика, зрештою, призвела до того, що ці таргети вступили у взаємне протиріччя. Країни, які одразу вирішили цю проблему на користь таргету інфляції (наприклад, Ізраїль та Польща), поступово відійшли від встановлення чітко заданих таргетів валютного курсу, і цей процес був відносно плавним. Країни, в яких пріоритетність таргету інфляції не була чітко встановлена або змінювалася із часом (наприклад, Угорщина або Чилі на ранньому етапі переходу), постали перед проблемами, пов'язаними зі встановленням довіри до нового режиму. Наприклад, у Чилі від самого початку застосовувалася минула інфляція (а не таргет інфляції) при встановленні режиму прив'язки валютного курсу, а це практично унеможливило досягнення таргетів інфляції у довгостроковій перспективі. В Угорщині грошово-кредитна політика була політикою послаблення і мала на меті захист режиму валютного курсу в заданому інтервалі, тоді як інфляція значно перевищувала таргет інфляції, із часом призводячи до відмови від практики застосування інтервалів валютного курсу.

Відповідно складним завданням було й управління імпліцитно заданими таргетами валютного курсу: чи то фактичними, чи то уявними. У багатьох країнах, що розвиваються, які здійснювали перехід до режиму гнучкого валютного курсу, валютний курс залишався важливою змінною, яка у неявній формі відіграла роль таргету, або вважався таким учасником ринку та широким загалом. Це значною мірою заважало встановленню довіри до нового режиму. Серед країн, яких це торкнулося, були Туреччина (до моменту введення в дію в 2005 році повноцінного режиму інфляційного таргетування), Росія, Грузія та Сербія. У багатьох країнах до цієї категорії також належали інтервенції, спрямовані проти “надмірної волатильності валютного курсу”, які застосовувалися для впливу на рівень валютного курсу, а оскільки були неефективними, то додатково підірвали довіру до режиму застосування рівня інфляції в ролі нового номінального якоря.

Навіть коли валютний курс уже тривалий час не застосовувався як номінальний якор, багато країн перебувало в стані пошуку належної ролі, яку мав би відігравати валютний курс під час переходу до нового режиму та після його завершення. Почасті валютний курс продовжував відігравати важливішу роль, ніж просто змінна трансмісійного механізму. Більшість країн продовжувала здійснювати часті інтервенції на ринках, решта ретельно розробляла складні стратегії інтервенцій, щоб забезпечити прозорість їх застосування на валютному ринку.

У результаті цих зусиль з'явилися дві стратегії. Однією передбачалося вжиття суворих заходів, які обмежують свободу дій у “встановленні довіри у рамках принципів” (Чеська Республіка). Другою стратегією заохочувалася свобода дій у підході до практичних питань короткострокового характеру, що в протилежному випадку могло б звести нанівець усі зусилля щодо модернізації політики (Грузія, Сербія). У рамках цього еkleктичного підходу відбулося запровадження різних форм режимів “легкого” інфляційного таргетування (Stone, 2003), які були не сходинкою на шляху до введення повноцінного режиму ІТ, а мали свою власну мету (Goldstein, 2002; Freedman and Otker-Robe, 2010). Такий підхід зазвичай характеризується наявністю чітко заданого таргету інфляції, валютними інтервенціями для згладжування незначних коливань на ринку (але не для протидії суттєвим змінам) та відсутністю таргетів валютного курсу. Процентна політика застосовується перш за все для таргетування інфляції, але при цьому також необхідно брати до уваги і валютний курс.

З другого боку, валютний курс як інструмент залишався в арсеналі центральних банків, які запровадили відносно добре організований повноцінний режим інфляційного таргетування, навіть якщо він застосовувався



нечасто. Наприклад, Польща, Чехія та Ізраїль не здійснювали валютних інтервенцій протягом багатьох років, але знову вдалися до них під час фінансової кризи та після неї як до додаткового інструменту впливу на відсоткові ставки з метою досягнення таргету інфляції і відновлення зростання економіки. Аналогічно вчинила і Швейцарія.

У той час, як у цих країнах повернення до режиму інтервенцій було проголошено тимчасовим заходом, декілька інших країн приєдналися до цього режиму як до довгострокової стратегії. Наприклад, Колумбія діє, виходячи з припущення, що такі інструменти, як відсоткова ставка і валютний курс працюють із використанням різних каналів трансмісійного механізму, і тому грошово-кредитна політика може виявитись ефективнішою в разі одночасного застосування обох інструментів. Аналогічно в Ізраїлі протягом певного часу застосовувалися два інструменти в рамках стратегії з двома цілями в 2008 – 2009 рр.

Однак схоже на те, що ці практики відрізняються від перевіреного часом “золотого правила” застосування валютних інтервенцій у рамках режиму IT, тобто від практики здійснення інтервенцій після зміни відсоткової ставки і в тому самому напрямі (Holub, 2004). Головною проблемою в цьому підході є роз’яснення громадськості різниці між застосуванням валютного курсу в ролі цільового орієнтира та в ролі інструменту політики, а також спосіб реалізації тривалої програми валютних інтервенцій і виходу з неї. Чехія досягла в цьому питанні позитивних результатів, оскільки вживала заходів для того, щоб у ході реалізації такої програми виконувалися всі елементи режиму інфляційного таргетування. Проте центральні банки інших країн (Швейцарія, Ізраїль) постали перед істотними труднощами, можливо, через непослідовність комунікаційної політики та нечітке визначення ролі інтервенцій у цьому режимі.

Іншим важливим у цьому контексті питанням є координація грошово-кредитної політики та політики фінансової стабільності. Різні змінні фінансової стабільності, включаючи кількість грошей та ціни на активи, взаємодіють з грошово-кредитною політикою та можуть потребувати певних політичних рішень, які не завжди відповідають бажаному стану останньої. Наприклад, дуже низька інфляція може призводити до низьких процентних ставок, які в свою чергу можуть посилити дисбаланси фінансового сектору та викликати “бульбашки цін на активи”.

Оскільки фінансова стабільність є відносно новою сферою, набуваючи дедалі більшого значення у зв’язку з глобальною фінансовою кризою, досвід багатьох країн, що розвиваються, свідчить про те, що проблеми фінансової стабільності не повинні вирішуватися за рахунок пріоритетності досягнення середньострокової цілі з інфляції. Будь-яке послаблення довіри до центрального банку може руйнувати інфляційні очікування, що, в свою чергу, призводить до негативного впливу на реальний сектор та фінансову стабільність. Критично важливою є чітка ієрархія цілей з визначенням цінової стабільності як пріоритетної. Коли довіра до цінової стабільності закріплюється, монетарна влада має більше простору для досягнення своїх цілей без шкоди для цінової стабільності. Крім того, досвід переконує, що грошово-кредитна політика є грубим і відносно неефективним інструментом забезпечення фінансової стабільності. Натомість макропруденційні інструменти повинні бути першою лінією захисту від виникнення фінансових дисбалансів, а засоби грошово-кредитної політики повинні використовуватись в крайньому випадку.

Дійсно, у довгостроковому періоді питання фінансової стабільності загалом є доповнюючими до цілі цінової стабільності. Зокрема, зосередження на інфляційних цілях з надійним гнучким валютним курсом сприяє розвитку фінансових ринків за рахунок передбачуваності траєкторії короткострокової процентної ставки, а отже, прогнозованості ціноутворення довгострокових фінансових інструментів в національній валюті. Це, в свою чергу, зменшує стимули до заощаджень та ціноутворення в іноземній валюті, відповідно зменшує доларизацію економіки, валютні дисбаланси приватного та корпоративного секторів. Особливо в контексті країн, що розвиваються, пріоритетність цінової стабільності збільшує стійкість фінансового сектору до коливань валютного курсу та потоків капіталу.

Досвід багатьох країн Латинської Америки особливо підкреслює важливість пріоритетності мети цінової стабільності над іншими та необхідність створення умов для узгодженості між різними цілями політики. Історично зовнішні кризи в регіоні супроводжувалися стриманою та суперечливою реакцією грошово-кредитної політики та почасти її посиленням у зв’язку зі страхом девальвації валюти та її негативним впливом на доларизовану економіку. Негнучкість режимів валютного курсу зумовлювала накопичення валютних дисбалансів в приватному секторі, підсилюючи побоювання щодо “гнучкості”.

Переорієнтація політики на інфляційні цілі супроводжувалась інтенсивним нарощуванням потенціалу протягом 1990-х та 2000-х рр., що зробило країни Латинської Америки та їх центральні банки стійкішими до зовнішніх шоків. Під час останньої фінансової кризи вони мали змогу скорочувати процентні ставки до історичних мінімумів на тривалий період, а значна девальвація валютного курсу допомогла подолати зовнішні шоки без періодів курсових



спекуляцій, як спостерігалось у минулому (de Gregorio, 2013). Це було результатом зміцнення принципів ефективної грошово-кредитної політики впродовж останніх десятиліть, зокрема, і орієнтації на цінову стабільність, гнучкий валютний курс та розвиток стійких фінансових ринків з можливостями хеджування валютних ризиків. Така політика, підкріплена значними золотовалютними резервами, стала надійним інструментом у боротьбі з кризою.

## 7. Які приклади успішної або невдалої реалізації нового режиму можна навести, виходячи з аналізу результатів переходу?

Загальна інформація про результати запровадження країнами режиму IT, визначені згідно з низкою критеріїв, є дуже позитивною, особливо стосовно країн, що розвиваються, – як у випадку досліджень тривалих періодів часу, так і у випадку аналізу окремих історичних епізодів (Roger, 2010; Batini et al., 2005). З другого боку, в розвинутих країнах у більшості випадків ефект від запровадження цього режиму слабкий і несуттєвий (Roger, 2010; Ball and Sheridan, 2005; Goncalves and Salles, 2008). Це свідчить про те, що позитивний результат запровадження ефективних режимів грошово-кредитної політики може бути відчутнішим у країнах із менш розвинутою економікою.

Довгостроковий ефект від запровадження нового режиму в результаті зниження інфляції, а також зменшення волатильності інфляції та обсягу виробництва є суттєвим і стабільним у більшості країн, що розвиваються. Інколи позитивні результати у формі швидкої дезінфляції та зменшення волатильності інфляції (без загрози зростанню обсягу виробництва) з'являлися невдовзі після введення режиму таргетування інфляції (Туреччина, Таїланд, до певної міри – Індонезія). В інших випадках цей ефект досягався протягом тривалішого часу.

Завдяки режимам IT вдалося забезпечувати тривалу дезінфляцію, іноді в дуже суттєвому масштабі (Туреччина). Наприклад, Batini et al. (2005) на основі аналізу вибірки чисельністю 13 країн, що розвиваються, зазначають, що режим IT дає змогу на 4,8 пункту знизити середній рівень інфляції і на 3,6 пункту – порівняно з альтернативними режимами. Хоча це могло бути пов'язано з періодом загального сповільнення, схоже, що процес дезінфляції в країнах, що розвиваються, з режимом IT від цього не залежав. Інфляційні очікування також знизились, і зменшилася волатильність валютного курсу та реальної відсоткової ставки (Levin, Natulucci and Piger, 2004).

Разом з тим це зниження інфляції відбулося не за рахунок стабілізації обсягу виробництва. Також виявилось, що країни, які запровадили подібний до IT режим, є більш спроможними до боротьби з високою інфляцією та дефляцією, раніше вживають заходів у відповідь, їхня економіка є менш схильною до циклів бумів і спадів та до фінансової кризи (ймовірно, завдяки наявності гнучкішого валютного курсу).

Дехто вважає, що відмінності між емпіричними позитивними результатами запровадження режиму IT в країнах, що розвиваються, та розвинутих країнах, викликані змінами в рівні довіри до нового режиму, якими супроводжувався перехід. У той час, як центральні банки розвинутих країн, розпочинали перехід до нового режиму, маючи відносно високий рівень довіри, центральні банки країн, що розвиваються, під час переходу зосередили основні зусилля на встановленні довіри. Цей факт також може пояснювати, чому початковий рівень виконання різних умов мав невелике значення для досягнення позитивного результату порівняно із запровадженням цих режимів у цілому (Batini et al., 2005).

### Різка зміна цін на продукти харчування та нафту

Оскільки більшість країн, що розвиваються, розпочала перехід до нового режиму наприкінці 1990-х рр., різка зміна цін на продукти харчування та нафту, що відбулася в серпні 2007 року, була першим суттєвим глобальним шоком, який симетрично та одночасно вплинув на більшість країн, що запровадила новий режим. Дані свідчать, що у переважній більшості країн, які ввели режим IT, впоралися із цими шоками краще, ніж країни, які його не ввели (Habermeir et al., 2009). Як правило, вони швидше реагували на шок та зазнали меншого зростання інфляції, хоча нерідко відповідні таргети не були досягнуті.

Центральні банки країн із режимом IT усвідомлювали характер цих шоків, що дало їм змогу реагувати швидше та рішучіше, а також вводити в дію політику пом'якшення ще до моменту повного затухання шоку (Чехія). Також виявилось, що стримування інфляційних очікувань у період шоку в країнах з IT здійснюється з більшою ефективністю та стабільністю (Чехія), ніж у країнах, які не запровадили цей режим. Виявилось, що з числа різних заходів, ужитих з метою приборкання шоків, використання відсоткової ставки в країнах із режимом IT було ефективнішим, ніж адміністративні заходи, які часто застосовували інші країни.

Проте цей шок став джерелом великих проблем у сфері комунікаційної політики в багатьох країнах, котрі запровадили ІТ. Деякі з них були не готові до такого тиску – зокрема країни, де рівень довіри до нового режиму на той момент ще не був достатньо стабільним. У результаті одні країни реагували на шок переглядом цільових орієнтирів (Туреччина), в інших – процес запровадження повноцінного режиму ІТ призупинився, оскільки довіра до нового режиму була послаблена (Сербія, Вірменія). У Гані протягом цього періоду режим ІТ зазнав краху.

### Фінансова криза

Результати застосування нового режиму під час фінансової кризи також обнадійливі, оскільки вони переконливо свідчать про те, що центральні банки, які засвоїли принципи ефективної грошово-кредитної політики, виявляли більшу гнучкість у реагуванні на шоки.

Режим ІТ і гнучкий валютний курс дали змогу центральним банкам із максимальною ефективністю застосовувати інструменти грошово-кредитної політики, а режим гнучкого валютного курсу допоміг ефективніше, ніж за інших режимів, долати кризу. Зокрема, країни з режимом ІТ могли ефективніше порівняно з країнами без ІТ знижувати процентні ставки та проводити політику послаблення ще й тому, що ефективнішим було стримування інфляційних очікувань (de Carvalho Filho, 2010). Особливо це стосувалося країн Латинської Америки, для яких була характерна чітка та рішуча реакція на кризу. Вони відмовилися від стриманої реакції на аналогічні події, яка спостерігалася в минулому, коли страх перед впливом капіталу та іншими проблемами, пов'язаними з ризиком втрати довіри до нового режиму, домінував над бажанням ужити відповідних заходів грошово-кредитної політики. У більшості країн Латинської Америки не спостерігалася виникнення страхових премій за ризик порівняно з подіями минулого. Це ж стосувалося і більшості країн Східної Європи, які запровадили режим ІТ.

При цьому вплив заходів грошово-кредитної політики, вжитих у відповідь на кризу, на рівень зайнятості та зростання обсягу виробництва є менш переконливим. Можливо, це частково пов'язано з тим, що країни з ІТ, як правило, мали вищі ставки у попередньому циклі підйому, ніж країни, які не запровадили цей режим, тому були у вигіднішому становищі у згладжуванні наслідків спаду. Проте є свідчення того, що відновлення після кризи в країнах із режимом ІТ відбувалося швидше, особливо в країнах, що розвиваються, а це дає підстави стверджувати, що належна грошово-кредитна політика може бути ефективнішою в країнах, економіка яких менш розвинута.

Деякі країни також мали можливість скористатися тим рівнем довіри, який вони змогли завоювати раніше, застосовуючи нестандартні заходи політики, спрямовані на подолання дефляції (наприклад, Чеська Республіка, яка застосовувала політику зобов'язання щодо гарантії валютного курсу, Великобританія). При цьому інші країни, які запровадили режим ІТ, мусили звертатися за зовнішньою допомогою (Угорщина, Румунія, Сербія, Ісландія), в окремих випадках цей режим виявився недостатньо стійким для того, аби одночасно долати проблеми, пов'язані зі світовою кризою, та дефіцитом довіри до нового режиму (Сербія, Ісландія).

### Досвід країн із низьким рівнем доходів та рівнем доходів, нижчим за середній

Досвід незначної кількості країн із низьким рівнем доходів та рівнем доходів, нижчим за середній, які стали на шлях змін режиму грошово-кредитної політики в напрямі ІТ, неоднозначний. У той час, як Албанія, Грузія та Молдова спромоглися утримати запроваджений ними новий режим у відносно складних умовах світової фінансової кризи та внутрішньої політичної боротьби, розвиток нового режиму в Гані припинився внаслідок фіскального домінування та надто великого ступеня свободи в застосуванні інструментів грошово-кредитної політики в умовах інфляційних шоків, що підірвало довіру до режиму ІТ.

Вірменія дотримується вельми нетрадиційного режиму, який характеризується запровадженням таргетів валютного курсу та грошових агрегатів паралельно з інфляційними таргетами. При цьому довіра до нового режиму ще не зміцнилася, хоча він добре зарекомендував себе у складній ситуації останніх років. Валютний курс є важливим інструментом політики в рамках режиму ІТ в Грузії та Молдові.

## 8. Висновки

Протягом трьох минулих десятиліть більшість країн із розвинутою економікою та країн, економіка яких розвивається, здійснила модернізацію принципів своєї грошово-кредитної політики. Ми досліджуємо їхні мотивацію, досвід, проблеми, перед якими вони постали, та чинники, що сприяли успішному запровадженню нового режиму, аби зробити висновки загального характеру, корисні для державних органів України, відповідальних за реалізацію грошово-кредитної політики, котрі працюють над підвищенням ефективності її принципів.

Більшість країн із досліджених нами запровадила режим інфляційного таргетування у певній формі, виходячи з негативного досвіду застосування попередніх режимів грошово-кредитної політики, які передбачали застосування і грошових агрегатів, і валютного курсу в ролі проміжних та операційних цільових орієнтирів. Ці країни обрали інфляцію як номінальний якор, при цьому валютний курс, як і раніше, відіграв важливу роль. Більшість елементів ефективного режиму ІТ розвивалася з часом завдяки наполегливим зусиллям центральних банків. При цьому умови, які склалися на момент початку переходу до нового режиму, не мали значення для його успішної реалізації. В країнах виникло безліч проблем, пов'язаних з особливостями комунікаційної політики, встановленням довіри до нового режиму, функціонуванням трансмісійних механізмів політики та з наявністю фіскального домінування. В процесі подолання цих проблем сформувалися нові практики, які наразі є основою сучасної грошово-кредитної політики.

Суть головного уроку для України (як і для решти країн, котрі в майбутньому здійснюватимуть модернізацію принципів грошово-кредитної політики та запроваджуватимуть режим ІТ) полягає в тому, що встановлення елементів режиму ІТ і рішучість у їх впровадженні є найважливішим чинником, який визначає успішність нового режиму та забезпечує довіру до нього. Досвід також демонструє, що якщо процес переходу до нового режиму добре організований і відбувається швидко, переваги від його впровадження настають швидше в країнах із менш розвинутою економікою та меншою кількістю необхідних для успіху вихідних умов.

*Ця стаття була підготовлена за фінансової допомоги Європейського інвестиційного фонду сусідства (European Neighbourhood Investment Facility). Погляди, висловлені в статті, є точкою зору автора і не відображають офіційну позицію Європейського Союзу.*

### Література

- Armas, A., and F. Grippa, 2005, "Targeting Inflation in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience," IDB Working Paper No. 448.
- Ball, L., and N. Sheridan, 2005, "Does inflation targeting matter?" In: Bernanke B., Woodford, M. (Eds), the inflation targeting debate, The University of Chicago Press: Chicago, pp. 249 – 276.
- Barajas, A., R. Steiner, L. Villar, and C. Pabon, 2014, "Inflation Targeting in Latin America," IDB Working Paper No. IDB-WP-473.
- Barran, F., 2005, "Uruguay's Disorderly Exit from Peg to Float," IMF Mimeo.
- Batini, N., K. Kuttner, and D. Laxton, 2005, "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?" World Economic Outlook, Chapter 4, IMF.
- Batini, N., and D. Laxton, 2006, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," Central Bank of Chile Working Paper No. 406.
- Baqueiro, A., A. de Leon, A. Torres, 2003, "Fear of Floating or fear of Inflation? The Role of the Exchange Rate Pass-Through in Monetary Policy in a Changing Environment," BIS Papers No. 19, October, pp. 338 – 354.
- Benes, J., A. Berg, R.A. Portillo, and D. Vavra, 2014, "Modeling Sterilized Interventions and Balance Sheet Effects of Monetary Policy in a New-Keynesian Framework," Open Economics Review, Feb. 2015, Vol. 26, pp. 81 – 108.
- Blanchard, O., and I.E. de Carvalho Filho, and G. Adler, 2014, "Can Sterilized Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from the Global Financial Cycle?" Available at [http://www.cass.city.ac.uk/\\_data/assets/pdf\\_file/0011/219998/38-de-Carvalho-Filho-v2.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0011/219998/38-de-Carvalho-Filho-v2.pdf).
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan, and D. Jansen, 2008, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," DNB WP 170/2008.
- Capek, A., T. Hledik, V. Kotlan, S. Polak, and D. Vavra, 2003, "Historical Perspective on the Development of the Forecasting and Policy Analysis System" Coats, Laxton and Rose (eds.): The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System, CNB, Prague.
- Carare, A., A. Schaechter, M. Stone, and M. Zelmer, 2002, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," IMF Working Paper No. 02/102.
- Carare, A., and M.R. Stone, 2003, "Inflation Targeting Regimes," IMF Working Paper No. 03/9.
- de Carvalho Filho, I.E., 2010, "Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment," IMF Working Paper No. 10/45.
- Castañeda, J.C., and C.E. Castillo, 2005, "Supply Shocks in the Transition towards an Inflation Targeting Reform: An Empirical Evidence for Guatemala," Central Bank of Chile Working Paper No. 354.
- Central Bank of Brazil, 1999, "Monetary policy operating procedures in Brazil," BIS Policy Paper No. 5, pp. 73 – 81.
- Chailloux, A., F. Ohnsorge, and D. Vavra, 2010, "Euroization in Serbia," EBRD Working Paper Series, No. 2010/120.
- Corbo, V., and K. Schmidt-Hebbel, 2001, "Inflation Targeting in Latin America," Central Bank of Chile Working Paper No. 105.
- Coulibaly, D., and H. Kempf, 2010, "Does Inflation Targeting Decrease Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries?" Working papers 303, Banque de France.
- Debelle, G., and G.C. Lim, 1998, "Preliminary Considerations of an Inflation Targeting Framework for the Philippines," IMF Working

Paper No. 98/39.

- Duttagupta, R., G. Fernandez, and C. Karacadag, "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility," IMF Working Paper No. 04/126.
- Eichengreen, B., and R. Hausmann, 1999, "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper Series No. 7418.
- Elberg, A., V. Corbo, and J. Tessada, 1999, "Monetary Policy in Latin America: Underpinnings and Procedures," Cuadernos de Economia, vol. 109, pp. 897 – 927.
- Fane, G., 2005, "Post-crisis Monetary and Exchange Rate Policies in Indonesia, Malaysia and Thailand," Bulletin of Indonesian Economic Studies, vol. 41, issue 2, pp. 175 – 195.
- Freedman, C., and D. Lexton, 2009, "Why Inflation Targeting?" IMF Working Paper No. 09/86.
- Freedman, C., and I. Ötker-Robe, 2010, "Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies," IMF Working Paper No. 10/113.
- Freedman, C., and I. Ötker-Robe, 2009, "Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting," IMF Working Paper No. 09/161.
- Galindo, L.M., and J. Ros, 2006, "Alternatives to inflation targeting in Mexico," Available at [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/galindo\\_paper7.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/galindo_paper7.pdf).
- Gemayel, E.R., S. Jahan, and A. Peter, 2011, "What Can Low-Income Countries Expect from Adopting Inflation Targeting?" IMF Working Paper No. 11/276.
- Goldstein, M., 2002, "Managed Floating Plus," Washington, D.C., Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, No. 66.
- Gómez, J., J.D. Uribe, and H. Vargas, 2002, "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia," Available at <http://banrep.gov.co/docum/ftp/borra202.pdf>.
- Gonçalves, C. E. S., and J.M. Salles, 2008, "Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?" Journal of Development Economics, vol. 85, pp. 312 – 318.
- de Gregorio, J., 2013, "Resilience in Latin America: Lessons from Macroeconomic Management and Financial Policies," IMF Working Paper No. 13/259.
- Gurkaynak, R.S., B.P. Sack, E.T. Swanson, 2004. "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements," FEDS Working Paper No. 2004-66. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=633281> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.633281>.
- Habermeier, K., I. Ötker-Robe, L. Jacome, A. Giustiniani, K. Ishi, D. Vavra, T. Kışınbay, and F. Vazquez, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective" IMF Working Paper No. 09/1.
- Hamann, F., M. Hofstetter, and M. Urrutia, 2014, "Inflation Targeting in Colombia, 2002-2012," IDB Working Paper Series No. IDB-WP-487.
- Hammond, G., 2012, "State of the Art of Inflation Targeting – 2012," Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbook No. 29.
- Holub, T., 2004, "Foreign Exchange Interventions under Inflation Targeting: The Czech Experience," Research and Policy Notes 2004/01, Czech National Bank, Research Department.
- Hurnik, J., Z. Tuma, and D. Vavra, 2010, "The Czech Republic on Its Way to the Euro: a Stabilization Role of Monetary Policy Revisited" Ewald Nowotny, Peter Mooslechner and Doris Ritzberger-Grunwald (eds), 'The Euro and Economic Stability: Focus on Central, Eastern and South-Eastern Europe,' Edward Elgar, Cheltenham UK.
- Hurnik, J., Z. Tuma, and D. Vavra, 2010, "The Euro Adoption Debate Revisited: The Czech Case," Czech Journal of Economics and Finance, vol. 60, no 3, pp 194 – 212.
- International Monetary Fund (IMF), 2005, World Economic Outlook (Washington, September).
- Josifidis, K., E.B. Pucar, S. Srdic, and G. Ivan, 2014, "Inflation Targeting in Advanced vs. Emerging Economies before and after the Crisis," Panoeconomicus, vol. 1, Special Issue, pp. 79 – 106.
- Kubo, A., 2009, "Monetary targeting and inflation: Evidence from Indonesia's post-crisis experience," Economics Bulletin, vol. 29 No.3, pp. 1805 – 1813.
- Lamberte, M. B., 2002, "Central Banking in the Philippines: Then, Now and the Future," PIDS Discussion Paper Series No. 2002-10.
- Levin, A.T., F.M. Natalucci, and J. Piger, 2004, "Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes," Working Paper Series 0383, European Central Bank.
- Lim, J., 2006, "Philippine Monetary Policy: A Critical Assessment and Search for Alternatives," available at [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/lim\\_paper10.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/lim_paper10.pdf).
- Martínez, G.O., 2008, "Inflation Targeting," Available at <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/go2.pdf>.

- Masson, P.R., M.A. Savastano, and S. Sharma, 1998, "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?" *Finance and Development*, 35, pp. 34 – 37.
- McLeod, R., 2002, "Toward Improved Monetary Policy in Indonesia," Australian National University, Arndt-Corden Department of Economics, Departmental Working Paper No. 2002-10.
- Medina Cas, S., A. Carrión-Menéndez, and F. Frantischek, 2011, "Improving the Monetary Policy Frameworks in Central America," IMF Working Paper No. 11/245.
- van der Merwe, E.J., 2004, "Inflation targeting in South Africa," South African Reserve Bank, Occasional Paper No. 19.
- Minelli A., 2005, "Transition to a Floating Exchange Rate Regime: The Brazilian Experience," IMF Mimeo.
- Mishkin, F.S., and K. Schmidt-Hebbel, 2006, "Monetary Policy under Inflation Targeting: An Introduction," Central Bank of Chile Working Paper No. 396.
- Mishkin, F. S. and K. Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference? Monetary Policy under Inflation Targeting," Volume XI, edited by F. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel, 291 – 372. Banco Central de Chile.
- Mishkin, F.S., 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" NBER Working Paper 10646 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ostry, J.D., A.R. Ghosh, and M. Chamon, 2012, "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies," IMF Staff Discussion Note, SDN/12/01.
- Ötker-Robe, I., and D. Vavra, 2005, "Country Experiences with Moving To Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects," IMF Occasional Papers No. 256.
- Ötker-Robe, I., Polanski, Z., Topf, B., Vavra, D. (2007), "Dealing with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries," IMF Working Paper, 07/190
- Parkin, M., 2014, "The Effects of Central Bank Independence and Inflation Targeting on Macroeconomic Performance: Evidence from Natural Experiments," *Review of Economic Analysis*, vol. 6, pp. 1 – 35.
- Polański, Z., 2005, "Poland's Experience in Dealing with Capital Inflows: Policies, Challenges and Effectiveness of Measures," IMF Mimeo.
- Polański, Z., and P. Szpunar, 2005, "Poland's Gradual and Orderly Exit to Exchange Rate Flexibility: Pace, Sequencing and Challenges," IMF Mimeo.
- Poon, W.C., and Y.S. Lee, 2014, "Inflation Targeting In Asean-10," *South African Journal of Economics*, vol. 82, Issue 1, pp. 141 – 157.
- Psalida, L.E., W. Elsenburg, A. Jobst, K. Masaki, and S. Nowak, 2009, "Market Interventions During the Financial Crisis: How Effective and How to Disengage?" *Global Financial Stability Report*, Chapter 3.
- Ramos-Francia, M., and A.T. García, 2005, "Reducing Inflation through Inflation Targeting: The Mexican Experience," Banco de México Working Paper 2005-01.
- Reichlin, L., and R. Baldwin, 2013, "Is Inflation Targeting Dead? Central Banking after the Crisis," *Vox eBook*, available at <http://www.voxeu.org/sites/default/files/file/P248%20inflation%20targeting%282%29.pdf>.
- Roger, S., 2010, "Inflation Targeting Turns 20," *Finance & Development*, March, pp. 46-49.
- Roger, S., J.E. Restrepo, and C. Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," IMF Working Paper 09/234.
- Schmidt-Hebbel, K., and A. Werner, 2002, "Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate," Central Bank Of Chile Working Paper No. 171.
- Siregar, R.Y., and S. Goo, 2009, "Effectiveness and Commitment to Inflation Targeting Policy: Evidences from Indonesia and Thailand," The South East Asian Central Banks, Research and Training Centre, Staff Paper No. 73.
- Sotocinal, N.R., 2010, "Inflation targeting and interest rate rules: A characterization of the Philippine case," UP College of Business Administration, Discussion Paper No. 1001.
- Stone, M., 2003, "Inflation Targeting Lite," IMF Working Paper 03/12.
- Taguchi, H., and C. Kato, 2010, "Assessing the Performance of Inflation Targeting in East Asian economies," East Asian Bureau of Economic Research, Macroeconomics Working Papers No. 23078.
- Tapsoba, R., 2010, "Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline? An Empirical Investigation," CERDI Working Paper No. 201020.
- Topf, B., 2005, "Transition to Greater Exchange Rate Flexibility: The Israeli Experience," IMF Mimeo.
- Topf, B., 2005, "Dealing with Capital Inflows: The Israeli Experience," IMF Mimeo.
- Valdés, J.A.B., 2007, "The Conduct of Monetary Policy in Central America and Dominican Republic, in an Increasingly Globalised Environment," Available at [http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES\\_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/barbados.pdf](http://www.secmca.org/INVESTIGACIONES_ECONOMICAS/InvestigacionesSECMCA/barbados.pdf).
- Vavra, D., 2005, "The Czech Republic: Dealing with Capital Inflows," IMF Mimeo.
- Vavra, D., 2005, "Czech experience with exit to float," IMF Mimeo.