

<https://doi.org/10.15407/economyukr.2022.10.015>

УДК 336.339

JEL: E42, E52, E58

В.В. КОЗЮК, д. е. н., проф.,
член Ради Національного банку України,
завідувач кафедри економіки та економічної теорії
Західноукраїнський національний університет
вул. Львівська, 11, 46008, Тернопіль, Україна
e-mail: victorkozyuk@ukr.net
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

ПОВОЄННЕ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ: КЛЮЧОВІ ВИКЛИКИ

Окреслено ряд труднощів щодо відновлення режиму інфляційного таргетування в Україні. Наголошено, що НБУ може відновити інфляційну ціль у вигляді нового «похилого» коридору або оголошення про збереження старої цілі. Підкреслено, що процеси євроінтеграції сприяють зниженню інфляційної цілі в перспективі; таргетування інфляції стикатиметься з труднощами щодо коректної інтерпретації ВВП-розриву і величини нейтральної ставки як критеріїв оцінювання стану монетарної політики. Показано, що потреба в нагромадженні валютних резервів продовжуватиме довгострокову тенденцію до підтримання структурного профіциту ліквідності. Констатовано принциповість незалежності НБУ для відновлення довіри до повоєнної монетарної нормалізації.

Ключові слова: таргетування інфляції; монетарна політика; Національний банк України; відсоткові ставки; монетарна трансмісія; валютні резерви.

Нетривалий досвід інфляційного таргетування (ІТ) в Україні був перерваний жорстокою війною РФ проти нашої країни. НБУ у відповідь на запровадження воєнного стану відреагував змінами в монетарному режимі, що було підтверджено відповідним рішенням Ради НБУ. При цьому залишилася певна двозначність. З одного боку, НБУ в ряді документів продовжує практику посилення на інфляційну ціль (5% $\pm$ 1%), що, зокрема, видно з Інфляційного звіту за липень 2022 року¹. Також відновлення прогнозової роботи і публікація офіційних прогнозів указують на те, що певні елементи інфля-

¹ Інфляційний звіт, липень 2022 року. Національний банк України. 2022. 29 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-lipen-2022-roku> (дата звернення: 23.08.2022).

ційного таргетування зберігаються. З іншого — ні формально, ні за операційним змістом поточний монетарний режим не можна кваліфікувати як таргетування інфляції. До того ж у численних комунікаціях уже було відзначено, що НБУ повернеться до режиму інфляційного таргетування в якнайкоротші з можливих строків.

Повернення до режиму ІТ можна розглядати під кутом зору довоєнної оптимальності, повоєнної оптимальності у світлі потреби в забезпеченні відновлення вітчизняної економіки й оптимальності на довгострокову перспективу, особливо в контексті набуття Україною статусу кандидата на вступ до ЄС. Щодо першого, то, попри численну критику перших п'яти років ІТ в Україні, цей досвід аж ніяк не можна вважати негативним, а оптимальність даного режиму проявилась як у зниженні варіації інфляції і темпів зростання ВВП, послабленні інфляційних очікувань, знижувальному тренді відсоткових ставок, дедоларизації економіки, підвищенні її адаптивності до курсових коливань, так і в тому, що макроекономічне пристосування до ковідного шоку виявилось досить непоганим. Це саме можна сказати про шок перших місяців війни. Режим ІТ у сукупності зі структурними змінами в банківському регулюванні та нагляді створив потужний запас міцності фінансової системи, завдяки чому вона не розвалилась і навіть віддалено не нагадує макрофінансових потрясінь 2014—2015 рр. Щодо довгострокової перспективи, то питання оптимальності ІТ для України також особливо не викликає сумнівів. Це пов'язано і з його функціональною сумісністю з режимами монетарної політики, що панують у ЄС — ЄВС. Також це впливає з численних прикладів, коли процес євроінтеграції у найбільш інтенсивні моменти супроводжувався макроекономічною підтримкою з боку монетарного режиму, зорієнтованого на цінову стабільність, гнучкість обмінного курсу і незалежність центрального банку. Аналогічно можна сказати, що процес євроінтеграції потребуватиме не меншої підтримки з боку монетарного режиму, зорієнтованого на цінову стабільність, ніж потреби в забезпеченні довгострокової тенденції до реальної конвергенції з імунітетом до нагромадження істотних фінансових дисбалансів.

А ось питання повернення до інфляційного таргетування можуть викликати природні дискусії у світлі того, наскільки повоєнний час буде здатен сумістити риси, необхідні для ефективного функціонування всього комплексу елементів, на які спирається даний монетарний режим. Також, попри очевидну гібридність теперішнього монетарного режиму в Україні, не виключено, що існуватимуть різного роду політико-економічні інсинуації, у рамках яких закладатимуться передумови для віддалення від траєкторії повернення до ІТ. Іншими словами, ризики руху в бік ще більшої гібридності теперішнього монетарного режиму не вичерпано. Так само існують питання про те, який варіант монетарного режиму буде оптимальним на період повоєнного відновлення.

Огляд літератури з даного питання залишає занадто мало простору для дискусії. З одного боку, донедавна панувала думка, що значні геополітичні ризики і ефективність режиму інфляційного таргетування є несумісними через значні ризики для ефективності центробанку. Аналогія з відповідністю передумовам запровадження ІТ є очевидною. Утім, більш прискіпливий

погляд показує, що ряд країн, зазнаючи воєнних ризиків і перебуваючи під тиском геополітичного напруження, все ж спроможний застосовувати даний монетарний режим. Перш за все, ідеться про Південну Корею та Ізраїль. Вірменія і Грузія — також приклади країн, що перебувають у зоні воєнних ризиків і є послідовними інфляційними таргетерами. Туреччина, будучи втягнутою в конфлікт у Сирії і тривалий час проводячи воєнні акції проти курдських повстанців, також могла би стати прикладом сумісності ІТ з воєнними конфліктами, якби не повна деградація незалежності її центробанку і розмивання змісту ІТ у практичних діях Банку Туреччини. Ту ж саму РФ теж можна асоціювати з країною, центробанк якої є послідовним таргетером інфляції усупереч геополітичним і воєнним ризикам, що загрожують стійкості даного режиму. Іншими словами, режим інфляційного таргетування завдяки своїй гнучкості не настільки й не сумісний з ризиками воєнного і геополітичного плану. Питання, мабуть, у актуалізації ризиків і масштабі охоплення ними економіки та фінансового сектору країни. Проте у світі не існує історичного прикладу, коли б країна з таким рівнем розвитку, як Україна, з такими досвідом інфляційного таргетування і рівнем інституційної спроможності органів макроекономічної політики та інших регуляторів, опинялася в ситуації війни, руйнівні масштаби якої поступаються хіба що Другій світовій чи Корейській війні.

У літературі більше фокусуються на країнах, які нещодавно пережили збройні конфлікти і останні мали ознаки громадянської війни з руйнівними наслідками для економічного зростання, фіскальної ерозії та монетарної нестабільності [1; 2]. Наприклад, Афганістан аналізується під кутом зору реалізації грошової реформи і запровадження готівкового обігу разом з відновленням діяльності банківської системи [3]. Також у низці праць наголошується, що значний спад ВВП, прискорення інфляції і доларизація є типовими проблемами воєнного й повоєнного періодів. Утім, з огляду на те, що більшість таких конфліктів мала міжетнічний чи міжгруповий характер, основним фокусом монетарних реформ у період відновлення мало стати створення передумов рівномірного розподілу вигід від макроекономічної стабільності для всіх ворогуючих груп. Незалежність центробанку і політика цінової стабільності тут розглядаються як принципова передумова зняття чи послаблення довоєнних напружень, які призвели до збройного протистояння [4; 5; 6]. Відновлення цінової стабільності й зниження безробіття, у свою чергу, розглядаються як сильні передумови відновлення миру в країнах, охоплених конфліктами [7]. Зрозуміло, що подібний досвід не є релевантний Україні, яка зазнала зовнішньої варварської агресії і в якій, як уже зазначалося, війна не похитнула всіх атрибутів монетарного суверенітету, а інституційна спроможність НБУ не може йти в порівняння з Єменом, Лівією, Іраком чи, тим більше, Афганістаном.

Питання інфляційного фінансування воєнних видатків, з огляду на особливості дефіцитності бюджетів воєнного періоду, стало чи не найбільш гострим під час усіх останніх збройних конфліктів. При цьому сеньйораж розглядається як особливий інфляційний податок, що, з одного боку, компенсує фіскальний розрив, а з іншого — руйнує довіру до монетарної політики, відновлення якої є першорядним питанням після завершення війни [6].

Оскільки видатки періоду збройних конфліктів фінансуються за рахунок емісії, то з макроекономічної точки зору це зближує проблему з традиційним питанням оптимальності сеньйоражу та його впливу на інфляцію. Стандартна макроекономічна література досить однозначно висловлюється щодо цього: в умовах раптового і різкого скорочення податкових надходжень сеньйораж може виступити певним компенсатором, однак питання щодо його оптимальних обсягів є вкрай відносними, оскільки вони прямо загрожують гіперінфляцією [8; 9; 10; 11]. У свою чергу, повоєнне відновлення часто характеризується ще більшим ризиком сеньйоражу, оскільки зростають потреби на відновлення економіки, тим самим загрожуючи пролонгації періоду високої інфляції у постзбройному періоді [4; 5; 6]. Альтернатива між швидшою стабілізацією інфляції і вищими темпами відновлення є емпіричним фактом [5], який, утім, спирається на дуже малу вибірку країн, приroda конфліктів і масштаби руйнувань у яких були неоднаковими.

Іншим напрямом досліджень повоєнної макроекономіки є міжнародна допомога. Для багатьох країн, що останнім часом зазнали збройних конфліктів, вона стала чи не найголовнішим драйвером підтримання макроекономічної стабільності. Крім того, її розглядають як важливий елемент ремонетизації економіки, тобто відновлення попиту на гроші, що створюються за рахунок збільшення валютних резервів у відповідь на приплив капіталів по офіційних каналах. Відновлення інфраструктури за рахунок міжнародної допомоги також визнається значно кращою альтернативою, ніж сеньйораж [6; 12; 13]. Водночас чи не найголовнішою проблемою для повоєнного відновлення багатьох країн є реальне зміцнення обмінного курсу, що підтримується міжнародною допомогою [3].

Щодо фокусу на Україні, то в літературі більший акцент зроблено на проблемі адаптації макроекономічної політики до затяжної війни. Зокрема, раціоналізація податків і видатків повинна слугувати меті зменшення обсягів затребуваного емісійного фінансування, перехід на гнучкий обмінний курс повинен знижувати тиск на валютні резерви, а підвищення відсоткових ставок по всій кривій дохідності розглядається як важливий фактор відновлення монетарної трансмісії і створення передумов для уникнення масового виходу з гривневих активів [14]. Зрозуміло, що тут не йдеться про повноцінне відновлення режиму ІТ, але дана версія механізму забезпечення макроекономічної стабільності в період переходу війни в затяжну фазу є надійним підґрунтям для подальшого відновлення таргетування інфляції у перспективі.

З розглянутих літературних джерел видно, що в більшості своїй описується досвід повоєнної монетарної політики, який має відносну релевантність для випадку України. Це вказує на те, що оскільки повернення до режиму ІТ визнано орієнтиром майбутньої політики НБУ, то слід більше заглибитися в питання, які можуть виявитися викликом для такої політики.

Отже, **мета статті** — розглянути ключові елементи інфляційного таргетування в контексті повоєнних ризиків і євроінтеграційних перспектив.

МОНЕТАРНІ ПРОЦЕСИ: ВІД ДОВОЄННИХ ПРОБЛЕМ ІТ ДО ВИКЛИКІВ ВОЄННОГО ЧАСУ

Запуск режиму ІТ в Україні відповідав усталеним уявленням про причини його вибору країнами з ринками, що формуються [15; 16; 17; 18]: суворі криза попереднього монетарного режиму, зорієнтованого на фіксацію обмінного курсу; пошук виходу з пастки масштабних макрофінансових дисбалансів; банківська криза, почасти спричинена цими самими дисбалансами, а почасти зумовлена повною інституціональною деградацією банківського регулювання і нагляду протягом тривалого часу. Зрозуміло, що ці причини суттєво обтяжувались анексією та війною, розв'язаною РФ у 2014 р. Тим не менше, фактичне запровадження даного режиму у 2015 р. і його офіційне підтвердження Радою НБУ у 2016 р. вказали на те, що НБУ вийшов на зовсім іншу траєкторію реформ, значно випереджаючи інші сектори економіки і сфери політики. Ключовою рисою ІТ було запровадження «похилого» коридору з поступовим виходом на кінцеву інфляційну ціль у 5% і поступовим звуженням коридору допустимих відхилень до $\pm 1\%$. Структура інфляційних цілей виглядала так: на 2016 р. — $12\% \pm 3\%$, на 2017 р. — $8\% \pm 2\%$, на 2018 р. — $6\% \pm 2\%$, на 2019 р. — $5\% \pm 1\%$. Крім того, з 2018 р. передбачалося поквартальне зниження інфляційної цілі, яка з кінця 2019 р. ставала безперервною (рис. 1).

Підтримання інфляції відповідно до цілі виявилось більш складним завданням. Значне відхилення вгору у 2017 р. й відхилення вниз протягом 2020 р. (крім ситуації на кінець року) тим не менше не є свідченням невдачі

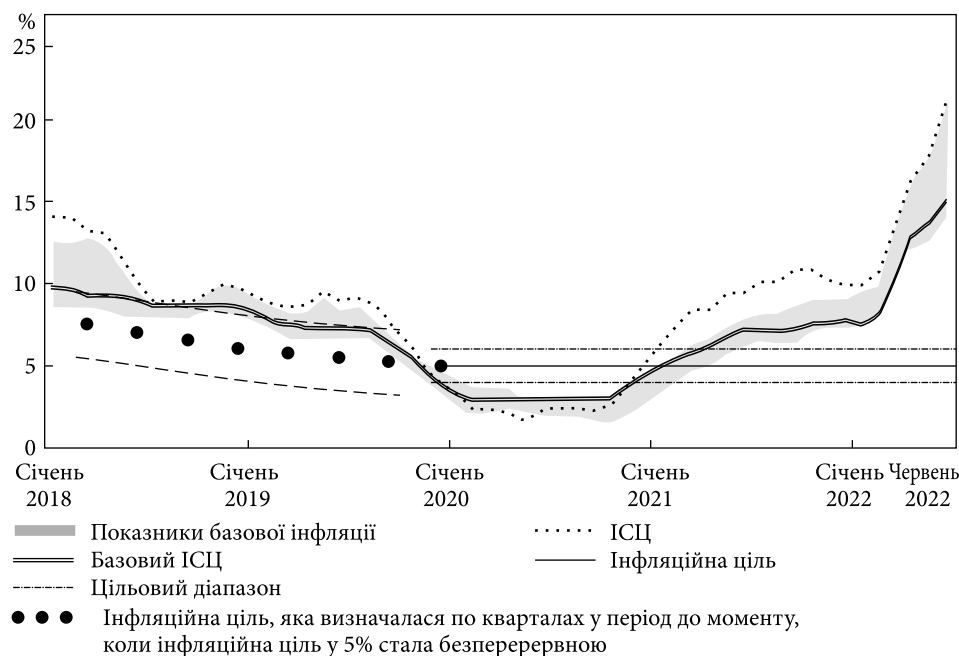


Рис. 1. Інфляційні цілі НБУ та інфляція в Україні, %

Джерело: Інфляційний звіт, липень 2022 року. Національний банк України. 2022. 29 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-lipen-2022-roku> (дата звернення: 23.08.2022).

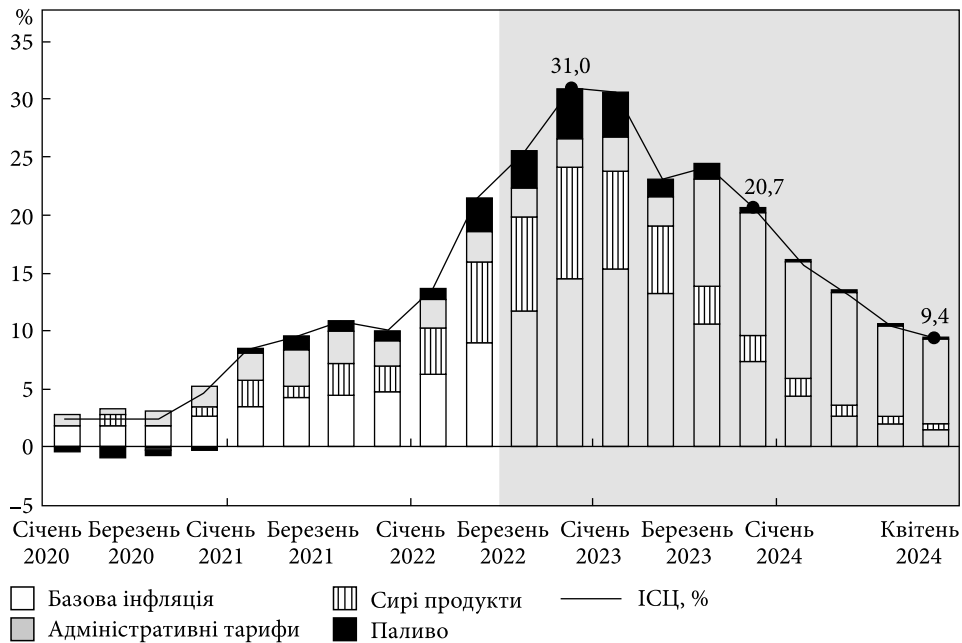


Рис. 2. Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.

Джерело: Інфляційний звіт, липень 2022 року. Національний банк України. 2022. 29 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-lipen-2022-roku> (дата звернення: 23.08.2022).

даного монетарного режиму. Як мінімум, це впливає із зниження варіації інфляції, варіації ВВП, рівня доларизації, зближення інфляційних очікувань і цілі, підвищення передбачуваності рішень НБУ, суттєвого зниження рівня відсоткових ставок і радикальної профілактики їх волатильності на міжбанківському ринку.

Щодо проблеми відхилення інфляції від цілі, то здебільшого це можна пояснити не якоюсь міфологізованою неадекватністю даного режиму для України чи «приреченістю на інфляцію витрат», а одночасним поєднанням декількох шоків. Саме через них більш виражена реакція у вигляді змін відсоткових ставок на ціновий тиск, спричинений одним шоком, швидше за все могла посилити дію іншого шоку, яка теж сповільнює зростання. Також не можна виключати, що стримування зміцнення обмінного курсу заклало передумови для того, що шоки пропозиції значно швидше конвертувались у прискорення інфляції порівняно з альтернативним варіантом монетарних реакцій. Незважаючи на усталену думку про вразливість до шоків пропозиції, основним драйвером інфляції в Україні була все-таки базова інфляція (рис. 2). Але війна суттєво змінила ситуацію, посиливши роль інших складників індексу споживчих цін (ІСЦ). Однак в умовах недостатньої «заякореності» інфляційних очікувань чутливість базової інфляції до шоків небазової інфляції є стандартним явищем для країн з низькими і середніми доходами [19; 20; 21]. Іншими словами, у більшості випадків відхилення інфляції від цілі було наслідком вибору більш м'якої реакції на здвоєні шоки. Певною мірою глобальні монетарні умови, необхідність нагрома-

джувати резерви і стримувати погіршення платіжного балансу також позначалися на тому, чому в окремих випадках потенційно позитивний вплив облікової ставки на рух обмінного курсу дозувався, а в інших — ні. Очевидно, давалися взнаки складнощі з прогностичними оцінками впливу ефекту перенесення на інфляцію в короткостроковому періоді. Яскравий приклад — 2019 р., коли інфляція знизилася до нижньої межі допустимого діапазону; 2021 р. — інший приклад, коли широкий набір факторів указував на ймовірно сильніше зміцнення обмінного курсу. Останнього не відбулося безвідносно до обсягів викупу валюти на ринку. Завдяки цьому підвищення ставки не давало змоги вплинути на зупинення інфляції через канал зміцнення обмінного курсу.

Сплеск інфляції воєнного часу є природним, але слід зазначити, що для цього була певна стартова позиція — дворазове перевищення інфляцією цілі на кінець 2021 р., і хоча тоді вона сповільнювалася, гіпотетично пройшовши свій пік (див. рис. 1 і рис. 2), нею було закладено передумови для підвищеної вразливості до цінових шоків початку війни. У свою чергу, дворазове перевищення інфляцією цілі у 2021 р. в Україні істотно поступається багатьом країнам із значно тривалішим досвідом інфляційного таргетування. Затяжний шок на глобальних сировинних ринках і регрес інфляційних очікувань у 2022 р. наклалися на очевидні помилки в інтерпретації провідними центробанками природи й тривалості інфляційного тиску в попередньому році, чим значно ускладнили адаптацію України до макроекономічних викликів воєнного часу.

Абсолютно природно, що зміни в монетарному режимі й пріоритетах НБУ знизили роль цінової стабільності. Паралельно змінилась і природа інфляційних процесів. Фіксація курсу сповільнювала включення до цін вартості критичного імпорту, що зростала. Натомість посилилася роль очікувань девальвації у процесі встановлення цін. І чи не найголовнішим драйвером інфляційного тиску звичайно виступили радикальні зміни в балансі між попитом, у якому додалася складова завбачливого виходу з гривні, й пропозицією, яка зазнала руйнівних наслідків через воєнну агресію. Різке зниження еластичності пропозиції на тлі збереження чималих бюджетних видатків, підтримуваних емісією, створило передумови для необхідності зміни в інтерпретації інфляційного тиску в Україні, натомість такі інтерпретації зберегли дискурс інфляційного таргетування попри те, що НБУ був змушений відійти від нього.

Прогнозні дані щодо розгортання інфляційних процесів (див. рис. 1 і рис. 2) також указують на те, що і в майбутньому існуватимуть значні труднощі з репрезентацією інфляційного тиску при виборі критеріїв ухвалення монетарних рішень. Зміна структури внеску компонентів у річний ІСЦ на прогностичному горизонті (див. рис. 2) демонструє, що частка базової інфляції суттєво зменшується порівняно з довоєнним періодом. Це створює оманливі уявлення про перспективу зниження ролі монетарних рішень на шляху до повернення цінової стабільності. З цим можна пов'язати одну з найбільш складних дилем при відновленні режиму ІТ.

Нагромадження валютних резервів беззаперечно є важливим інгредієнтом політики макрофінансової стабільності в багатьох країнах з ринками,

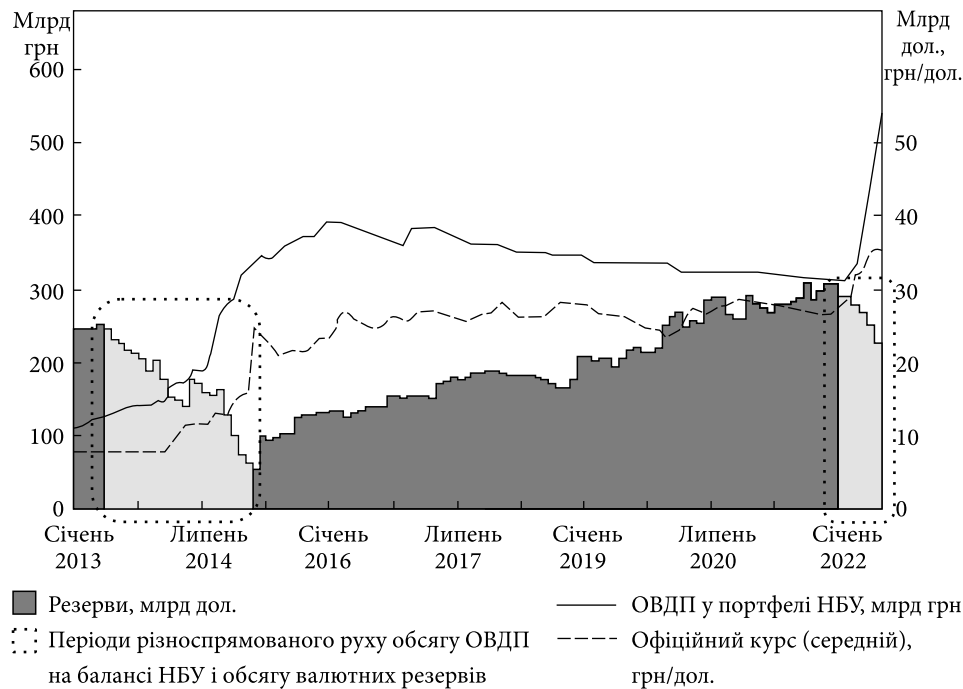


Рис. 3. Валютні резерви НБУ, офіційний курс і обсяги монетарного фінансування бюджету
Джерело: Інфляційний звіт, липень 2022 року. Національний банк України. 2022. 29 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-lipen-2022-roku> (дата звернення: 23.08.2022).

що формуються [22]. У випадку України до традиційних потреб у резервах, зумовлених необхідністю згладжування курсових шоків і компенсування балансових ефектів у фінансовому і реальному секторах, додалися спричинені мілітарними ризиками. НБУ вдавалося нагромаджувати резерви в проміжку між фазами активних бойових дій (рис. 3), водночас найбільш суттєві втрати резервів зумовлюються як потрясіннями на ринку, пов'язаними з воєнними шоками, так і залученістю НБУ у квазіфіскальні операції (2014—2015 рр.) чи пряме фінансування бюджетного дефіциту (2022 р.).

Рис. 3 наочно ілюструє, що фундаментальною макроекономічною основою інфляційних сплесків періодів активних воєнних дій є поєднання зниження обмінного курсу, девальваційних очікувань і зростаючих обсягів бюджетних видатків, що фінансуються шляхом збільшення портфеля ОВДП на балансі НБУ. Іншими словами, девальваційно-інфляційна спіраль є набагато ближчою за своїм змістом до валютних криз першого покоління. Такі кризи, як це видно з досвіду багатьох країн 1980—1990-х років, розхитують загальну макрофінансову стабільність і ускладнюють стабілізацію інфляції [23]. Також вони позначаються на процесах установлення цін, зокрема, у секторі природних монополій, формально репрезентуючи зміни в компонентах ІСЦ, на які начебто монетарна політика не має прямого впливу. З огляду на те, що обсяг валютних резервів прямо визначає простір монетарної політики в умовах сильних зовнішніх шоків, зокрема мілітарного характеру, питання відновлення валютних резервів стоятиме на порядку денному пово-

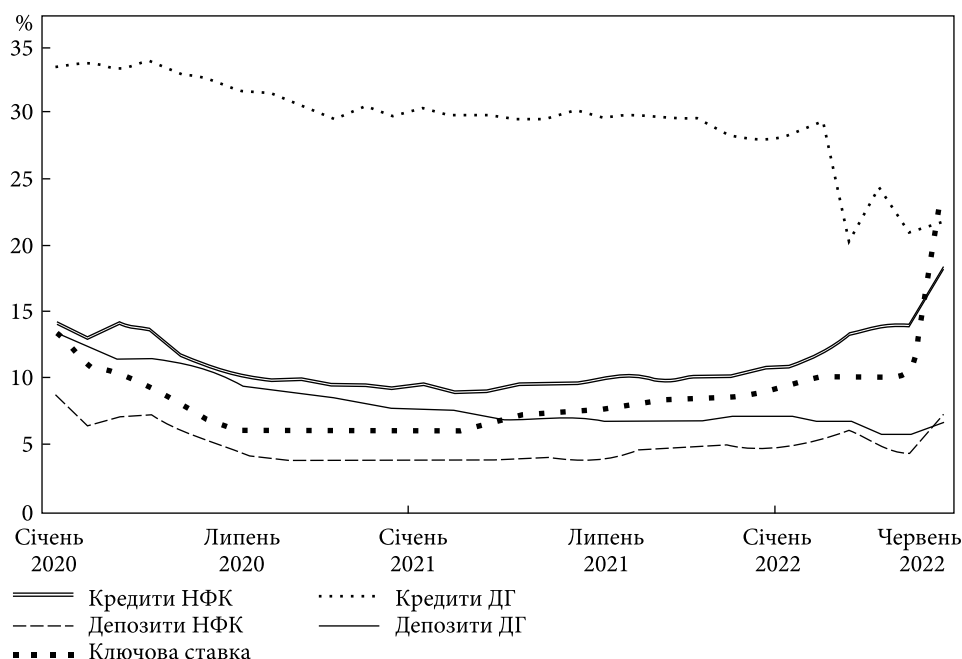


Рис. 4. Облікова ставка НБУ і середньозважені відсоткові ставки за новими кредитами і депозитами в гривні, %

Джерело: Інфляційний звіт, липень 2022 року. Національний банк України. 2022. 29 лип. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/inflyatsiyniy-zvit-lipen-2022-roku> (дата звернення: 23.08.2022).

єнної монетарної нормалізації. Утім, з нагромадженням валютних резервів пов'язана традиційна проблема послаблення монетарної трансмісії в умовах структурного профіциту банківської системи. Чи не першими з цієї проблеми зіткнулися країни Азії, які нагромадили значні резерви. Не є винятком і Україна. Монетарна трансмісія стала погіршуватися ще до початку війни (рис. 4). Зміни в монетарних процесах воєнного часу істотно ускладнили роботу монетарного трансмісійного механізму, однак це вже було пов'язано не з валютними резервами, а з емісією для фінансування бюджетного дефіциту.

Характерною рисою структурного профіциту банківської системи є асиметрична чутливість банківських ставок до руху облікової ставки центробанку вгору і вниз. Це чітко видно на прикладі України. Воєнний час приніс додаткові труднощі в роботу трансмісійних процесів. Цього разу продаж валюти з резервів виконує роль стерилізації грошової пропозиції, а ліквідність створюється масштабним прямим фінансуванням бюджетного дефіциту через викуп спеціальних воєнних ОВДП. З огляду на різке падіння попиту на кредити і утворення значних залишків на поточних рахунках, банківська система виявилася своєрідним замкненим коконом надлишкової ліквідності з величезним ризиком редоларизації, прихованого відпливу капіталів і чутливості до питань довіри. Своєрідна позиція Міністерства фінансів України щодо ставок на первинному ринку лише ускладнила проблему для НБУ. Монетарна трансмісія виглядає сповільненою, асиметричною.

ною і такою, що підриває впевненість ринків у здатності регулятора підтримувати макрофінансову стабільність. «Платою» за загальмовану монетарну трансмісію зазвичай є подальший тиск на валютні резерви і в підсумку на обмінний курс.

Безвідносно до того, коли рівень мілітарних ризиків послабиться, поточна монетарна картина навряд чи зміниться з міркувань композиції. Змінюватиметься лише інтенсивність тих чи інших процесів, але від цього і залежатиме стартова позиція повоєнної монетарної нормалізації. Чим у скрутнішому становищі буде країна, тим імовірніше зростатиме запит на більш гібридні варіанти монетарної політики транзитного періоду. Від того, наскільки буде підтримуватися незалежність НБУ, залежатиме вірогідність повернення до режиму ІТ у найкоротший з можливих термінів.

ВІДНОВЛЕННЯ ІТ: КЛЮЧОВІ ВИКЛИКИ

Як уже зазначалось, інфляційне таргетування є достатньо сумісним із затяжними геополітичними ризиками. Ключова причина цього — поєднання гнучкості монетарних реакцій у короткостроковому періоді з орієнтацією на підтримку загальної макрофінансової стабільності та уникнення передумов для нагромадження фінансових дисбалансів у довгостроковому. Втім, відновлення режиму ІТ після конфлікту в масштабах збройної боротьби України проти рашизму все ж таки буде історично унікальним. Швидше за все традиційні дискусії про відповідність набору передумов для запровадження ІТ у нашому випадку матимуть достатньо обмежену актуальність, як мінімум, тому, що, по-перше, НБУ і технічно, і інституційно вже певний час є інфляційним таргетером, а, по-друге, фінансовий сектор не зазнав ризиків функціональної деградації у масштабах, не сумісних з налагодженням монетарної трансмісії у перспективі.

У першому наближенні найбільш жорсткими запобіжниками повернення до ІТ є: фіскальне домінування; збереження емісії; деградація структури банківських активів і пасивів; украй обмежена робота валютного ринку через неритмічність експортних надходжень; ухвалення рішень широким набором економічних агентів під впливом воєнних новин; ризики фізичного збереження активів тощо. Зрозуміло, що всі ці запобіжники значною мірою перебувають поза периметром дієвого впливу з боку НБУ. І саме воєнні дії визначатимуть, як довго триватиме період воєнного стану і з яким масштабом проблем доведеться зіткнутися в недалекому майбутньому. Якщо ж вистежити за дужки дану проблему, то відновлення режиму ІТ наражатиметься на ряд специфічних викликів. До них можна віднести: вибір траєкторії повернення до попередньої цілі чи перехід на нову ціль; проблеми в правильній інтерпретації ВВП-розриву і рівня нейтральної ставки як критеріїв оцінювання інфляційного тиску; потреба у валютних резервах, поведінка реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) та його гнучкість. Налагодження монетарної трансмісії уже нині є, на нашу думку, вкрай важливою умовою підтримання макрофінансової стабільності, а в повоєнний період відновлення режиму ІТ спиратиметься на новий вимір проблеми структурного профіциту ліквідності.

Щодо інфляційної цілі, то умовно її можна звести до декількох складових. По-перше, це оптимальність рівня інфляції, що обирається за ціль. Після війни структура економіки України швидше за все буде іншою. Частка промисловості знизиться, роль металургії як визначального сектору буде під питанням, а в структурі експорту домінуватимуть агропродукція і послуги. Теоретично самі по собі структурні зміни не впливатимуть на рівень оптимальної інфляції, але вони позначатимуться на характері шоків, пристосування до яких може вимагати нового розуміння того, якою має бути інфляційна ціль. До війни вже намічались ознаки того, що оптимальна інфляція має бути дещо нижчою, ніж ціль у 5%. Також у процесі євроінтеграції зросте частка країн — торговельних партнерів, у яких інфляційні цілі є суттєво нижчими за 5%. Підвищення мобільності праці, зі свого боку, підживлюватиме проблему якості життя, на яку впливає суб'єктивне сприйняття цінової нестабільності й асоційованих з цим рівнів відсоткових ставок, наприклад, по іпотеках. У світлі цього можна припустити, що в процесі євроінтеграції оптимальний рівень інфляції теоретично має перебувати в діапазоні 3—4%. Цьому повинні сприяти регуляторні реформи, зорієнтовані на приплив капіталів у реальний сектор, відновлення економіки на новій технологічній основі, підсумком чого має стати підвищення її продуктивності. Водночас збереження значної сировинної складової у експорті й тенденція до цінової конвергенції з ЄС не виключають імовірності шоків, сила яких може відчутно відхиляти річну інфляцію від цільової, вимагаючи додаткової гнучкості з боку НБУ. З цього випливає, що зниження інфляційної цілі бажано супроводжувати деяким розширенням допустимого коридору. По-друге, є декілька варіантів відновлення цілі чи переходу на нову ціль: а) «похилий» коридор за аналогією з досвідом 2016—2018 рр. з кінцевою старою чи новою ціллю. Можна припустити, що запровадження нового «похилого» коридору означатиме і більш раннє повернення до режиму ІТ, і більш структурований підхід до виходу на нову ціль, якщо буде ухвалено відповідне рішення. Перевагою такого підходу є можливість розпочати заново процес таргетування інфляції, користуючись попереднім досвідом. Такий підхід, на нашу думку, також є більш привабливим з міркувань довіри до цілі, з огляду на необхідність збереження додаткового простору для повоєнної гнучкості монетарної політики у відповідь на інфляційну інерцію, зумовлену фіскальним домінуванням, вирівнюванням адміністративно регульованих цін і курсовими коригуваннями. Водночас у випадку поєднання сильнішої інерції з більш персистентними шоками тривале перебування інфляції за межами «похилого» коридору може погіршувати очікування щодо здатності НБУ відновити ефективне функціонування режиму ІТ; б) при відновленні ІТ зберігається попередня ціль, але поточний на відповідний момент рівень інфляції тлумачиться як відхилення, яке планується знижувати на прогнозованому горизонті політики чи в середньостроковій перспективі. Перевагою такого підходу є безперервність у визначенні цілі та готовність демонструвати, що режим ІТ не перезапускається заново, а є логічним продовженням перерваних війною практик. Водночас у даній ситуації виникає питання про те, що сильні й затяжні відхилення підіриватимуть довіру до готовності НБУ наближати інфляцію до цілі. Жертва цінової стабільності на користь акселе-

рації темпів відновлення може сприйматись як перешкода на шляху до «заякорення» інфляційних очікувань і сумніви в справжній незалежності НБУ; в) повернення до ІТ оголошується тоді, коли фактична інфляція суттєво не відхиляється від обраної цілі. Це підвищуватиме довіру до політики в перспективі, але не є гарантією того, що в економіці можуть сформуватися втрати від невизначеності з приводу намірів НБУ щодо відновлення режиму ІТ. Іншими словами, за слабкої альтернативності темпів зростання і рівня інфляції зволікання з відновленням інфляційного таргетування може збільшити економічні втрати. Отже, вигоди від більшої довіри *ex post* можуть не компенсувати втрат від невизначеності *ex ante*.

У всіх трьох випадках ключовим залишається питання таймінгу. Це пов'язано з тим, як довго після завершення воєнного часу зберігатиметься залежність бюджету від емісійних ін'єкцій і наскільки повільно відновлюватиметься монетарна трансмісія у світлі того, що збільшення ОВДП на балансі НБУ таку трансмісію погіршуватиме. Можна припустити, що завершення етапу прямого фінансування дефіциту бюджету не є тригерною подією, а виступає лише передумовою для відновлення монетарних трансмісійних каналів. Таким чином, тільки через певний час після виходу з періоду фінансування дефіциту варто говорити про відновлення режиму ІТ. Також протягом цього перехідного періоду потрібно відновити гнучкість обмінного курсу, підвищити ефективність валютних інтервенцій і мати впевненість щодо відновлення роботи відсоткового каналу. Аналогічною є проблема врахування в поведінці ІСЦ значних коригувань адміністративно регульованих цін (див. рис. 2). Бажано, щоб в основному це відбулося до відновлення режиму ІТ, щоб поведінка небазової інфляції не компрометувала здатність НБУ досягати інфляційної цілі монетарними інструментами. Досвід цього вже мав місце у 2015 р. В обох випадках таймінг відновлення ІТ потребуватиме лагу щодо завершення воєнного періоду.

ВВП-розрив є важливим індикатором для макроекономічних основ ухвалення рішень з монетарної політики. Він прямо фігурує у функції реакцій центробанку (в правилі встановлення ставки при реалізації монетарної політики), а також розглядається як прямий фактор інфляційного тиску [24]. Втім, за своїм змістом і технікою визначення (адже він не перебуває в зоні безпосереднього спостереження) він є циклічним показником. Завдана шкода економіці України і масштаб втрат економічного потенціалу вказуватимуть на те, що потенційний ВВП зазнає істотного зниження, але від'ємна зона, у якій опиниться ВВП-розрив, втратить зміст як критерій дезінфляційного тиску, оскільки драйвери інфляції в охопленій війною економіці й повоєнній економічній структурі відрізняються від ситуації з так званим нормальним економічним циклом. По суті, ВВП-розрив певний час не зможе виконувати роль критерію ухвалення рішень. І тривалість цього часу залежатиме від того, як швидко відновлюватиметься не стільки фактичний, скільки потенційний ВВП, щодо поведінки якого існуватиме висока невизначеність. Можна припустити, що на потенційний ВВП суттєво впливатимуть і обсяги міжнародної допомоги, і те, як інвестори оцінюватимуть ризики фізичного знищення активів. За будь-яких обставин існуватимуть серйозні перешкоди на шляху можливості адекватної оцінки прогнозної траєкторії потенційного

ВВП так, щоб оцінка ВВП-розриву була надійною підставою для ухвалення рішень з політики, націленої на майбутнє (forward-looking).

Аналогічна проблема стосується і визначення нейтральної ставки (r^*) для України. Нейтральна ставка також прямо фігурує у функції реакцій і при цьому є ключовим компонентом визначення того, у якому стані перебуває монетарна політика щодо економічного циклу (policy stance). З огляду на характер обчислення нейтральної ставки для малої відкритої економіки, можна побачити, що будь-яке інерційне збереження суттєвих ризик-спредів на глобальних ринках автоматично штовхатиме нейтральну ставку вгору. Крім того, це не буде функціональною помилкою, оскільки ризики в економіці повоєнної України швидше за все будуть не тими, якими вони були до війни, а отже, і нейтральна ставка має бути вищою. Виникне питання, наскільки адекватно це буде відображено в кількісному вимірі за фактичного обчислення величини нейтральної ставки. Також проблемним питанням буде те, як міжнародна допомога впливатиме на фундаментально рівноважний обмінний курс.

Теоретично можна припустити, що фактори міжнародної допомоги та інерції спредів дещо компенсуватимуть один одного, але це не виключає того факту, що отриманий новий рівень нейтральної ставки може виявитися таким, за якого монетарна політика на тривалий час залишатиметься в стимулювальній зоні, що не підтверджуватиметься фактичною динамікою ВВП, а хіба що персистентністю інфляційних шоків немонетарного характеру. Це створюватиме хибне уявлення про те, як співвідносяться між собою очікуваний рівень інфляції і рішення щодо облікової ставки. Дана проблема також полягатиме в тому, що оцінка стану монетарної політики може звестися до простих евристик визначення рівня реальної ставки на основі минулої інфляції. Це, імовірно, підвищить розбіжність думок з приводу ухвалення рішень щодо облікової ставки, чим посилюватиме сигнал ринкам про високий рівень невизначеності, з яким стикаються розробники політики. Це також ускладнить здатність економічних агентів більш комплексно бачити критерії ухвалення рішень з монетарної політики, навіть якщо формальна передбачуваність рішень стосовно ставки не зазнає істотного погіршення. Ув'язка нейтральної ставки з темпами зростання потенційного ВВП також становитиме проблеми в разі, коли точка відновлювального зростання є низькою. Попри вузькотехнічні аспекти даних викликів, вони є вагомими факторами, що впливатимуть на якість перезапуску інфляційного таргетування, а тому ними не можна нехтувати.

Питання валютних резервів і обмінного курсу також залишаються відкритими. Під час війни різко змінилася структура платіжного балансу. В повоєнному періоді вона також зазнає змін. Швидше стиснення в перший місяць війни імпорту, ніж експорту, очікувано зупинилося вже через декілька місяців. Навіть якщо припустити відновлення довоєнної логістики, торговельний баланс генеруватиме відплив валюти. Повоєнне відновлення потребуватиме значного інвестиційного імпорту. Внутрішні видатки на відновлення також заохочуватимуть імпорт. З досвіду євроінтеграції країн ЦСЄ також видно, що їх вступ до ЄС супроводжувався суттєвими дефіцитами поточного рахунку. Значення матиме й те, наскільки тривалою в часі буде тенденція до зміцнення РЕОК гривні. Як уже наголошувалося, більшість

країн, що зазнали збройних конфліктів, відновлювалися на тлі істотно зміцнених обмінних курсів, що заважало реанімації експорту. В Україні РЕОК гривні зміцнюється на тлі фіксації курсу. Те, що таке зміцнення наразі не виглядає стрімким, швидше зумовлено прискоренням інфляції у країнах — основних торговельних партнерах. Коригування РЕОК завдяки поверненню до гнучкого режиму обмінного курсу також не гарантує, що її масштаб буде порівнянним із створенням сильних експортних стимулів. Таке коригування, радше, сповільнить зміцнення РЕОК. Надходження міжнародної допомоги і ПП навряд чи будуть настільки значними, щоб говорити про фундаментальний тиск з боку припливу капіталів на внутрішньому ринку. Водночас не виключено, що навіть ті обсяги надходжень іноземної валюти, які матимуть місце в повоєнний час, потребуватимуть інтервенцій з боку НБУ з метою згладжування коливань курсу гривні й відновлення резервів.

Зміна структури експорту завдяки зменшенню ролі металургії, звичайно, не означає, що на обсяги інтервенцій більше впливатимуть глобальні тенденції на ринку аграрної продукції. Проте питання пріоритету діапазону курсових коливань чи відновлення резервів все-таки існуватиме тривалий час. З досвіду переходу на режим ІТ видно, що розширення діапазону коливань курсу на міжбанку відбувалося поступово, а магнітуда інтервенцій була більше прив'язана до величин припливу і відпливу валюти під дією зовнішніх факторів. Швидше за все повернення до плавання супроводжуватиметься подібною логікою. Водночас існує істотна відмінність порівняно з 2015—2017 рр. Структурний профіцит ліквідності воєнного періоду створився завдяки емісійному фінансуванню бюджету, і підриг відсоткового каналу монетарної трансмісії значно впливатиме на те, який допустимий діапазон коливань обмінного курсу буде прийнятним з міркувань підтримання довіри до пріоритету досягнення інфляційної цілі.

Іншим важливим питанням залишатиметься те, яким має бути оптимальний обсяг валютних резервів. З одного боку, плавання обмінного курсу і процес євроінтеграції допускатимуть, що підтримання резервів у діапазоні 100—110% композитного критерію МБФ АРА (Assessment of Reserve Adequacy) видаватиметься достатнім. З іншого — геополітичні ризики навряд чи зникнуть самі собою. З цих міркувань, оптимальний обсяг валютних резервів може бути зміщений угору від даного критерію. Безвідносно до того, яким вважати оптимальний обсяг резервів, навіть повернення до 100% за критерієм АРА підтримуватиме тенденцію до структурного профіциту ліквідності. Депозитні операції у рамках відсоткового коридору превалюватимуть. Залишатиметься лише питання, наскільки швидко послабиться асиметрія в реакції кредитних і депозитних ставок на зміни в обліковій ставці, яка почала формуватися ще у 2020 р.

Іншим аспектом дилеми вибору між нагромадженням резервів і зміцненням курсу буде природа фактора зміцнювального тиску на гривню. Протягом початкового періоду повернення до ІТ є цілком можливим, а знижувальний тиск на гривню домінуватиме під впливом редоларизації і погіршення платіжного балансу, що вимагатиме підтримання високих ставок для зниження негативних наслідків дії ефекту перенесення. У подальшому ситуація швидше за все зміниться. У процесі євроінтеграції більшість країн ЦСЄ зі-

ткнулася з масштабним припливом ПП, які можна було кваліфікувати як ключовий драйвер підвищення продуктивності. Останнє й визначало, чому зміцнення курсів їх валют сприймалось як рівноважне навіть попри суттєвий зовнішній дисбаланс. У випадку України дана тенденція, на нашу думку, не буде настільки яскраво вираженою. І справа не лише в тому, що інституціональні реформи, зорієнтовані на покращення якості інвестиційного клімату, в Україні традиційно гальмують. Справа в імовірному збереженні ризиків фізичного знищення активів. При врегулюванні питання щодо таких ризиків обсяги ПП, очевидно, мають зрости, але в основі зміцнювального тиску на курс гривні лежатимуть процеси, які відображаються за іншими статтями поточного рахунку платіжного балансу і які не завжди демонструватимуть прогрес у сфері продуктивності. Також обсяги донорських зобов'язань досі не відомі, а тому можна лише припускати, що процес відновлення валютних резервів буде тривалим. У першому наближенні це означає менше конфліктів між ціновою і курсовою стабільністю. Однак це не виключає, що для підтримки макрофінансової стабільності в ширшому розумінні факт мілітарних ризиків вимагатиме більш акселерованого підходу до відновлення зовнішніх активів НБУ, внаслідок чого потенційний сприятливий вплив на інфляцію з боку ефектів перенесення, ослаблених адаптацією ринків до нових умов, може виявитись обмеженим. Роль відсоткового каналу в такій ситуації тільки підвищуватиметься. При збереженні сильних драйверів тиску на ІСЦ з боку небазової інфляції підтримання відсоткових ставок на високому рівні виглядатиме таким, що потенційно конфліктуватиме з потребами в прискоренні виведення потенційного ВВП на траєкторію швидшого зростання.

Подібна дилема, власне, як і дилема вибору між швидшим відновленням і нижчою інфляцією, скоріше за все розв'язуватиметься в площині нового читання незалежності НБУ в рамках формально чинного законодавства. Не виключено, що воєнний досвід фіскального домінування і період гібридної монетарної політики ускладнюватимуть повернення НБУ до традиційної ролі в розподілі макроекономічної відповідальності між певними інституціями. Проте міжнародні зобов'язання України перед фінансовими організаціями чи відповідно до євроінтеграції можуть виступити підґрунтям більш оптимістичного погляду на інституціональні підвалини повернення до режиму ІТ, ніж це видається сьогодні. За будь-яких обставин швидкість і відновлення, і просування України до повноправного членства в ЄС позитивно позначатиметься на фактичному статусі НБУ як інстанції, відповідальної за цінову і фінансову стабільність.

ВИСНОВКИ

Історичні приклади нормалізації повоєнної монетарної політики не містять випадків реанімації інфляційного таргетування. Здебільшого коло проблем такої нормалізації зводиться до стабілізації грошового обігу, запуску банківської системи, створення політично нейтрального центрального банку, розв'язання дилеми альтернативності між інфляцією і швидкістю відновлення економіки, встановлення завищеного обмінного курсу внаслідок отримання масштабної міжнародної допомоги. Дане коло проблем логічно впливає з

природи більшості збройних конфліктів як внутрішньокраїнних, міжетнічних, міжгрупових, а рівень розвитку охоплених ними країн, у свою чергу, не відповідав передумовам реалізації такого складного монетарного режиму, як таргетування інфляції. Утім, проблема емісійного фінансування бюджетного дефіциту під час війни і після її завершення є однаково властивою практично для всіх країн, що зазнали впливу бойових дій, включно з Україною. Попри те, що дозоване залучення сеньйоражу в структуру фінансування дефіциту в шокових умовах в окремих випадках може вважатись оптимальним, у подальшому проявлятимуться однозначно руйнівні його наслідки. Зниження ж рівня інфляції і відновлення макроекономічної стабільності позитивно впливають на зайнятість у постконфліктних середовищах.

Щодо випадку України, то у світлі намірів НБУ повернутися до таргетування інфляції у найкоротший з можливих моментів питання відновлення режиму ІТ не виглядають тривіальними. До війни монетарна політика зіткнулася з проблемою сильних здвоєних шоків, які ускладнювали досягнення цілі, тиск у сегменті небазової інфляції без належної реакції швидко акселерував базову інфляцію, обліковій ставці не завжди вдавалося точно спрямувати дію ефектів перенесення в напрямі інфляційної цілі через необхідність здійснення валютних інтервенцій і не завжди передбачуваної ситуації з інтенсивністю тиску на обмінний курс. Окреслені проблеми швидше за все не зникнуть, натомість додадуться нові: потреби у відновленні економіки; зростання ролі складників небазової інфляції у структурі тиску на ІСЦ; інфляційна інерція, зумовлена браком довіри до неемісійного фінансування відновлення; редоларизація і погіршення монетарної трансмісії унаслідок емісії; тощо.

Відновлюючи режим ІТ, Національному банку України доведеться стикнутися з такими ключовими проблемами, пов'язаними з: вибором оптимального таймінгу оголошення переходу, якому, очевидно, має передувати певний час після завершення періоду емісійного фінансування дефіциту; вибором між збереженням старої і специфікацією нової інфляційної цілі; дизайном процесу досягнення інфляційної цілі; новим прочитанням критеріальної ролі в ухваленні монетарних рішень таких показників, як ВВП-розрив і рівень нейтральної ставки; вибором між швидкістю відновлення резервів і розширенням діапазону курсової гнучкості. Процеси євроінтеграції, так само як і міжнародна допомога, впливатимуть на особливості процесу перезапуску режиму ІТ. Однак навряд чи слід очікувати, що зниження інфляції відбуватиметься за прикладом країн ЦСЄ — під впливом рівноважного зміцнення обмінного курсу, зумовленого позитивним впливом на продуктивність з боку припливу ПП. Аналогічно, потреба в більшому обсязі валютних резервів з міркувань мілітарних ризиків продовжуватиме довгострокову тенденцію до структурного профіциту ліквідності банківської системи. У світлі того, що напруження навколо платіжного балансу не генеруватиме сильного рівноважного тиску на зміцнення гривні, оптимальна дезінфляція буде дещо розтягнута в часі й супроводжуватиметься вищими відсотковими ставками. Утім, це не виключає, що процеси євроінтеграції поставлять питання про оптимальність інфляційної цілі на рівні 3—4% з допустимим діапазоном коливань на рівні $\pm 1,5\%$.

Складні макроекономічні дилеми повоєнного відновлення України ставитимуть питання про нове прочитання незалежності НБУ. Міжнародні зобов'язання швидше за все традиційно відіграватимуть позитивну роль у збереженні його статусу як інституції, сфокусованій на ціновій та фінансовій стабільності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Collier P. On the Economic Consequences of Civil War. *Oxford Economic Papers*. 1999. Vol. 51. Iss. 1. P. 168—183. <https://doi.org/10.1093/oenp/51.1.168>
2. Collier P., Hoeffler A. Greed and Grievance in Civil War. *Oxford Economic Papers*. 2004. Vol. 56. Iss. 4. P. 563—595. <https://doi.org/10.1093/oenp/gpf064>
3. Rooden van R., Dicks-Mireaux L. Monetary and Exchange Rate Policy in a Post-Conflict Environment. Ch. 5. Reconstructing Afghanistan. A. Bennett (Ed.). IMF. Wash. (D.C.), 2005. P. 59—71.
4. Makdisi R., Soto R. Economic Agenda for Post-Conflict Reconstruction. ERF. *Working Papers Series*. 2020. No. 1395. 52 p. URL: https://erf.org.eg/app/uploads/2020/08/1598531136_133_452682_1395.pdf
5. Starr M. Monetary Policy in Post-Conflict Countries: Restoring Credibility. American University. Washington (D.C.). Department of Economics. Working Paper Series. 2004. No. 2004-07. 32 p. URL: <http://w.american.edu/cas/economics/repec/amu/workingpapers/2004-07.pdf>
6. Adam Ch., Collier P. Postconflict Monetary Reconstruction. *The World Bank Economic Review*. 2008. Vol. 22. Iss. 1. P. 87—112. <https://doi.org/10.1093/wber/lhm020>
7. Diallo O., Loris Gui-Diby S., Imam P.A. Do Monetary Policy Outcomes Promote Stability in Fragile Settings? IMF Working Paper. 2022. May 20. 55 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/05/20/Do-Monetary-Policy-Outcomes-Promote-Stability-in-Fragile-Settings-518203>
8. Bruno M., Fischer S. Seigniorage, operating rules and the high inflation trap. *Quarterly Journal of Economics*. 1990. Vol. 105. Iss. 2. P. 353—374. <https://doi.org/10.2307/2937791>
9. Calvo G., Leiderman L. Optimal inflation tax under precommitment: theory and evidence. *American Economic Review*. 1992. Vol. 82. No. 1. P. 179—194. URL: <https://www.jstor.org/stable/2117609>
10. Calvo G., Guidotti P. On the flexibility of monetary policy: the case of the optimal inflation tax. *Review of Economic Studies*. 1993. Vol. 60. Iss. 3. P. 667—687. <https://doi.org/10.2307/2298130>
11. Mankiw G. The optimal collection of seigniorage: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*. 1987. Vol. 20. Iss. 2. P. 327—341. URL: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-monetary-economics/vol/20/issue/2>
12. Collier P., Hoeffler A. Aid, Policy and Growth in Post-Conflict Societies. *European Economic Review*. 2004. Vol. 48. Iss. 5. P. 1125—1145. URL: <https://www.sciencedirect.com/journal/european-economic-review/vol/48/issue/5>
13. Collier P., Hoeffler A. Unintended Consequences: does Aid Finance Military Spending? *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 2007. Vol. 69. No. 1. P. 1—27.
14. Becker T., Eichengreen B., Gorodnichenko Y. et al. Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine. CEPR. London, CEPR Press, 2022. 39 p.
15. Hu Y. The Choice of Inflation Targeting — An Empirical Investigation. *International Economics and Economic Policy*. 2006. Vol. 3. Iss. 1. P. 27—42. URL: <https://link.springer.com/journal/10368/volumes-and-issues/3-1>
16. Schmidt-Hebbel K., Carrasco M. The Past and Future of Inflation Targeting. In: Monetary Policy in India, 2016. P. 583—622. https://doi.org/10.1007/978-81-322-2840-0_18
17. Ismailov Sh., Kakinaka M., Miyamoto H. Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2016. Vol. 36. Iss. C. P. 350—369. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.03.001>
18. Batini N., Laxton D. Under What Condition Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets. In: Monetary Policy under Inflation Targeting. F. Mishkin, N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel (Eds.). Santiago, Central Bank of Chile, 2007. P. 467—506.

19. Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation. Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, April 2012. 36 p.
20. Agenor P.-R., Pereira da Silva L. Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World. IDB, 2013. 149 p. <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf>
21. Gelos G., Ustyugova Y. Inflation Responses to Commodity Price Shocks — How and Why Do Countries Differ? IMF Working Paper. 2012. WP/12/225. 32 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12225.pdf>
22. Airaud M., Buffie E., Zanna L.-F. Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries. IMF Working Paper. 2016. WP/16/55. 32 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1655.pdf>
23. Flood R., Marion N. Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. IMF Working Paper. 1998. WP/98/130. 51 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98130.pdf>
24. Svensson L. Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. In: Monetary Policy under Inflation Targeting. F. Mishkin, N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel (Eds.). Santiago, Central Bank of Chile, 2007. P. 187—225.

Надійшла 05.09.2022

Прорецензована 07.09.2022

Підписана до друку 08.09.2022

REFERENCES

1. Collier P. On the Economic Consequences of Civil War. *Oxford Economic Papers*, 1999, Vol. 51, Iss. 1, pp. 168-183. <https://doi.org/10.1093/oep/51.1.168>
2. Collier P., Hoeffler A. Greed and Grievance in Civil War. *Oxford Economic Papers*, 2004, Vol. 56, Iss. 4, pp. 563-595. <https://doi.org/10.1093/oep/gpf064>
3. Rooden van R., Dicks-Mireaux L. Monetary and Exchange Rate Policy in a Post-Conflict Environment. Ch. 5. In: Reconstructing Afghanistan. A. Bennett (Ed.). IMF. Wash. (D.C.), 2005, pp. 59-71.
4. Makdisi R., Soto R. Economic Agenda for Post-Conflict Reconstruction. *ERF Working Papers Series*, 2020, No. 1395, available at: https://erf.org.eg/app/uploads/2020/08/1598531136_133_452682_1395.pdf
5. Starr M. Monetary Policy in Post-Conflict Countries: Restoring Credibility. American University. Washington (D.C.). Department of Economics. Working Paper Series, 2004, No. 2004-07, available at: <http://w.american.edu/cas/economics/repec/amu/workingpapers/2004-07.pdf>
6. Adam Ch., Collier P. Postconflict Monetary Reconstruction. *The World Bank Economic Review*, 2008, Vol. 22, Iss. 1, pp. 87-112. <https://doi.org/10.1093/wber/lhm020>
7. Diallo O., Loris Gui-Diby S., Imam P.A. Do Monetary Policy Outcomes Promote Stability in Fragile Settings? IMF Working Papers, 2022, May 20, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/05/20/Do-Monetary-Policy-Outcomes-Promote-Stability-in-Fragile-Settings-518203>
8. Bruno M., Fischer S. Seigniorage, operating rules and the high inflation trap. *Quarterly Journal of Economics*, 1990, Vol. 105, Iss. 2, pp. 353-374. <https://doi.org/10.2307/2937791>
9. Calvo G., Leiderman L. Optimal inflation tax under precommitment: theory and evidence. *American Economic Review*, 1992, Vol. 82, No. 1, pp. 179-194, available at: <https://www.jstor.org/stable/2117609>
10. Calvo G., Guidotti P. On the flexibility of monetary policy: the case of the optimal inflation tax. *Review of Economic Studies*, 1993, Vol. 60, Iss. 3, pp. 667-687. <https://doi.org/10.2307/2298130>
11. Mankiw G. The optimal collection of seigniorage: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 1987, Vol. 20, Iss. 2, pp. 327-341, available at: <https://www.sciencedirect.com/journal/journal-of-monetary-economics/vol/20/issue/2>
12. Collier P., Hoeffler A. Aid, Policy and Growth in Post-Conflict Societies. *European Economic Review*, 2004, Vol. 48, Iss. 5, pp. 1125-1145, available at: <https://www.sciencedirect.com/journal/european-economic-review/vol/48/issue/5>

13. Collier P., Hoeffler A. Unintended Consequences: does Aid Finance Military Spending? *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2007, Vol. 69, No. 1, pp. 1-27.
14. Becker T., Eichengreen B., Gorodnichenko Y. et al. Macroeconomic Policies for Wartime Ukraine. CEPR. London, CEPR Press, 2022.
15. Hu Y. The Choice of Inflation Targeting — An Empirical Investigation. *International Economics and Economic Policy*, 2006, Vol. 3, Iss. 1, pp. 27-42, available at: <https://link.springer.com/journal/10368/volumes-and-issues/3-1>
16. Schmidt-Hebbel K., Carrasco M. The Past and Future of Inflation Targeting. In: Monetary Policy in India, 2016, pp. 583-622. https://doi.org/10.1007/978-81-322-2840-0_18
17. Ismailov Sh., Kakinaka M., Miyamoto H. Choice of Inflation Targeting: Some International Evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2016, Vol. 36, Iss. C, pp. 350-369. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.03.001>
18. Batini N., Laxton D. Under What Condition Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets. In: Monetary Policy under Inflation Targeting. F. Mishkin, N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel (Eds.). Santiago, Central Bank of Chile, 2007, pp. 467-506.
19. Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation. Paper Presented for the Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey, April 2012.
20. Agenor P.-R., Pereira da Silva L. Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World. IDB, 2013, available at: <https://www.cemla.org/PDF/IADB-CEMLA-InflationTargeting.pdf>
21. Gelos G., Ustyugova Y. Inflation Responses to Commodity Price Shocks — How and Why Do Countries Differ? IMF Working Papers, 2012, WP/12/225, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12225.pdf>
22. Airaud M., Buffie E., Zanna L.-F. Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Less Developed Countries. IMF Working Papers, 2016, WP/16/55, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1655.pdf>
23. Flood R., Marion N. Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. IMF Working Papers, 1998, WP/98/130, available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98130.pdf>
24. Svensson L. Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. In: Monetary Policy under Inflation Targeting. F. Mishkin, N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel (Eds.). Santiago, Central Bank of Chile, 2007, pp. 187-225.

Received on September 5, 2022

Reviewed on September 7, 2022

Signed for printing on September 8, 2022

Viktor Koziuk, Dr. Sci. (Econ.), Prof.,
Member of the Council of the National Bank of Ukraine,
Head of the Department of Economics and Economic Theory
West Ukrainian National University
11, Lvivska St., Ternopil, 46008, Ukraine

POST-WAR INFLATION TARGETING: KEY CHALLENGES

The National Bank of Ukraine (NBU) suspended inflation targeting for the period of martial law, but announced a return to it as soon as the situation allows. The post-war normalization of monetary policy in Ukraine is historically unprecedented, since most of the known cases involve the relaunch of money circulation and the adjustment of banking activities, the establishment of the central bank as an institution designed to eliminate the macroeconomic preconditions of internal conflicts. At the same time, military conflicts are characterized by monetary financing of the budget, a spike in inflation and increased dollarization, and seigniorage may be the optimal form of compensation for a sudden loss of tax revenues only to a limited extent.

The restoration of inflation targeting in Ukraine will face a number of general macroeconomic challenges such as: acceleration of inflation, delay in the adjustment of non-core inflation components, uncertainty regarding the volume of monetary financing of the deficit after the end of martial law; degradation of monetary transmission; decline in inflation expectations and likely strengthening of pass-through effects. However, these challenges are more likely to affect the timing of return to inflation targeting. From a technical point of view, this process will encounter problems related to: specification of the inflation target (new "sloping" corridor, actualization of the old target in various forms); probable optimal decrease in its level due to European integration; decline in the criterion values of GDP gap and the level of neutral rate when assessing the monetary policy stance; resuming the accumulation of foreign exchange reserves with the corresponding continuation of the tendency to maintain the liquidity structural surplus. The independence of the NBU will play a key role in neutralizing the credibility problem in the face of potential alternative between the speed of inflation stabilization and the acceleration of economic recovery.

Keywords: *inflation targeting; monetary policy; National Bank of Ukraine; interest rates; monetary transmission; foreign exchange reserves.*