

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-69-62>

УДК 336.74:330.59

ОПТИМІЗАЦІЯ МОНЕТАРНОГО РЕЖИМУ В ІНТЕРЕСАХ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ДОБРОБУТУ¹

OPTIMIZING MONETARY REGIME IN THE INTERESTS OF ENSURING ECONOMIC WELFARE

Шаповал Юлія Ігорівна

кандидат економічних наук,

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>**Shapoval Yuliia**State Organization "Institute of the Economy and Forecasting
of the National Academy of Sciences of Ukraine"

Розширення мандату центральних банків виправдане потребою інтеграції соціально-економічних індикаторів, адже ефективність заздалегідь визначеної монетарної політики залежить від врахування широкого спектра макроекономічних факторів, зокрема підтримки зайнятості та фінансової стабільності. Розкрито особливості балансування монетарної політики між безробіттям, нерівністю доходів та стабілізацією інфляції, з акцентуванням на ризику втрати довіри. Визначено ключові відмінності між монетарними режимами: інфляційне таргетування, таргетування рівня цін, таргетування номінального доходу, таргетування номінального ВВП, таргетування темпів зростання ВВП. Узагальнено переваги та ризики таргетування рівня номінального ВВП. Запропоновано використання кінцевих споживчих витрат домогосподарств як проксі-індикатора номінального ВВП для поглиблення аналізу соціально-економічної орієнтованості монетарної політики в Україні.

Ключові слова: монетарна політика, добробут, безробіття, дохід, інфляційне таргетування, таргетування рівня номінального ВВП.

The rationale for expanding the mandate of central banks stems from the necessity of integrating socio-economic indicators into the decision-making process, as the effectiveness of optimal monetary policy depends on considering a broader spectrum of macroeconomic factors, particularly employment support and financial stability. Monetary policy should adapt to shifting priorities driven by global trade and domestic economic challenges. Incorporating labor market structure and income inequality indicators should constitute essential elements of a monetary policy strategy. Maintaining labor market balance by reducing the vacancy-to-unemployment ratio has been recognized as a pivotal factor for achieving inflation targets. Expanding access to financial services enables central banks to shift from solely controlling inflation to also stabilizing production volumes. The risk of losing public trust as a result of extending central banks' mandates has been highlighted. It has been generalized that inflation targeting aims to maintain the inflation rate within a specified target range, while price level targeting requires correcting past deviations to ensure alignment with a long-term price trajectory. Nominal GDP level targeting seeks to stabilize the nominal GDP level through mandatory adjustments for past deviations, whereas its variant, nominal GDP growth targeting, aims at a specified growth rate of nominal GDP within the current period, disregarding previous deviations. Prospective nominal GDP level targeting proves valuable by integrating both production and employment indicators, thus offering a comprehensive economic performance evaluation. However, its implementation poses risks, including the complexity of measurement due to frequent statistical revisions and the potential loss of control over inflation expectations. A proposed policy measure involves utilizing monthly estimates of household final consumption expenditures, derived from an improved methodology, as a proxy indicator for nominal GDP to enhance the socio-economic orientation of monetary policy in Ukraine.

Keywords: monetary policy, welfare, unemployment, income, inflation targeting, NGDPLT.

¹ Статтю підготовлено в рамках НДР "Вплив грошово-кредитної політики на економічний добробут в Україні" (номер державної реєстрації 0124U002253).

Постановка проблеми. Вибір оптимального підходу до реалізації монетарної політики в умовах економічних шоків та інформаційної асиметрії стає актуальним через потребу забезпечення балансу між зайнятістю, розподілом доходів і стабільністю цін. Макроекономічні індикатори відіграють ключову роль у формуванні монетарних стратегій, однак залишаються складними для сприйняття суспільством, яке оцінює результати політики через її практичні наслідки. Це зумовлює необхідність гнучких монетарних режимів, які враховують соціально-економічні індикатори.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Урахування соціально-економічних показників у монетарній політиці стало можливим завдяки переходу від спрощених макроекономічних моделей до більш складних. Якщо раніше дослідження спиралися на моделі з репрезентативними агентами (RANK), які припускали однорідність економічних суб'єктів і зосереджувалися на аналізі коливань у виробництві, інфляції та процентних ставках, ігноруючи розподільчими ефектами монетарної політики, то з 2010-х років використання моделей з гетерогенними агентами (HANK) дозволило враховувати монетарний вплив на різні соціальні групи населення. Попри значний науковий інтерес до моделювання макроекономічних індикаторів та інтеграції соціально-економічних даних, відсутній єдиний підхід до балансування короткострокових стабілізаційних цілей та довгострокового економічного зростання, бо ігнорування гетерогенності домогосподарств знижує ефективність монетарної політики, тоді як надмірна орієнтація на поточні індикатори може відхилити політику від довгострокових цілей.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є визначення особливостей балансування монетарної політики між забезпеченням фінансової стабільності та досягненням економічного добробуту з акцентуванням на відмінностях монетарних режимів.

Виклад основного матеріалу дослідження. У контексті формування монетарної політики, спрямованої на досягнення економічного добробуту, центральним банкам слід враховувати динаміку ринку праці, оскільки, як зазначають Ф. Равенна та К. Волш, структура ринку праці визначає взаємозв'язок між інфляцією, зайнятістю та рівнем безробіття. Нестабільність зайнятості, спричинена труднощами пошуку роботи або найму працівників, знижує рівень добробуту навіть за умов

стабільної інфляції. Гнучкість заробітної плати зменшує втрати добробуту, тоді як її негнучкість створює додатковий тиск на інфляцію, змушуючи центральний банк жорсткіше контролювати інфляцію [1, с. 160]. За умов невизначеності щодо структури ринку праці центральний банк має стабілізувати інфляцію заробітної плати, навіть якщо це призводить до відхилень у ціновій інфляції. Цього висновку дійшли М. Боденштайн і Ц. Чжао, оскільки такий підхід мінімізує втрати добробуту в обох можливих моделях ринку праці – моделі жорстких номінальних зарплат та моделі пошуку й добору на ринку праці. Відхилення від політики стабілізації заробітних плат у моделі жорстких номінальних зарплат становлять значно більшу загрозу для економічної стабільності [2]. Таким чином, стабілізація рівня заробітної плати повинна стати невід'ємним елементом стратегії монетарної політики, навіть за умов невизначеності щодо характеру макроекономічних шоків на ринку праці.

Розширюючи підхід до врахування ринку праці, Б. Бернанке та О. Бланшар у своїй ВВ моделі демонструють динаміку споживчих цін, заробітних плат та інфляційних очікувань, беручи до уваги шоки пропозиції (зміни цін на енергоносії, продукти харчування) та напруженість на ринку праці [3, с. 1]. Дослідники встановили, що інфляція, яка виникла під час пандемії, на початковому етапі була зумовлена тимчасовими шоками відносних цін і секторальними дефіцитами, тоді як вплив напруженості на ринку праці був обмеженим, але стійким. Після зниження впливу цінових шоків і дефіцитів роль ринку праці у підтриманні інфляційного тиску зросла, що вказує на необхідність уповільнення економічної активності для досягнення інфляційних цілей. Науковці наголошують на необхідності зниження співвідношення вакансій до безробіття. Вплив цього процесу на рівень безробіття значною мірою визначатиметься двома факторами: нахилом кривої Філіпса для заробітних плат, яка відображає взаємозв'язок між рівнем зайнятості та темпами зростання заробітних плат, а також нахилом і положенням кривої Беверіджа, що ілюструє співвідношення між кількістю вакансій та рівнем безробіття [3, с. 31]. Отже, збалансованість на ринках праці може сприяти поверненню до цільових рівнів інфляції.

Зростання відкритості торгівлі змінює пріоритети монетарної політики, посилюючи акцент на зниженні рівня безробіття та підтримці внутрішньої економічної актив-

ності, тоді як інфляція цін виробників втрачає свою відносну важливість. Це зниження впливу інфляційного таргетування засвідчили Дж. Фенг та ін., аргументуючи тим, що домогосподарства споживають менше внутрішніх товарів, і це знижує значущість внутрішньої інфляції для їх добробуту [4, с. 232]. У свою чергу, Е. Шалле обґрунтував, що оптимальна монетарна політика за умов жорстких цін та ризиків безробіття має бути адаптивною та гнучкою. В умовах негативних шоків пропозиції центральний банк повинен знижувати процентну ставку або відкладати її підвищення для запобігання дефляційній спіралі, навіть якщо це суперечить класичним рекомендаціям [5]. Дослідження Є. Бублика показує, що монетарна політика має забезпечувати стабільність обмінного курсу, сприяти внутрішнім накопиченням внутрішніх заощаджень і підтримувати цільовий перерозподіл акумульованих фінансових ресурсів [6]. Таким чином, монетарна політика має адаптуватися до змін у пріоритетах, зумовлених як глобальною торгівлею, так і внутрішньоекономічними викликами.

У цьому контексті нерівність у доходах також постає важливим чинником реалізації монетарної політики. Як демонструє дослідження фахівців ЄЦБ, що в умовах низьких процентних ставок підходи, які враховують історичні дані, можуть сприяти досягненню повної зайнятості, зокрема через тривалішу реакцію на дефляційні шоки. Водночас нерівність у доходах та багатстві посилює аргументи на користь проведення пом'якшувальної політики для досягнення стабільності цін за умов обмежень нижньої межі номінальних процентних ставок. Моделювання підтверджує, що асиметричні підходи, які передбачають агресивніше пом'якшення монетарної політики в періоди, коли інфляція перебуває нижче цільового рівня, є ефективними для зменшення дефіциту інфляції. Такі стратегії в періоди економічного спаду також можуть знижувати негативні ефекти трансмісії монетарної політики, зумовлені нерівністю, та сприяти зменшенню втрат зайнятості, особливо серед низькодохідних груп або в регіонах із високим рівнем безробіття. Однак такий підхід може супроводжуватися короткостроковим перевищенням цільового рівня інфляції, що створює додаткові виклики для центрального банку [7, с. 104–105]. Отже, врахування нерівності та посилення фокусу на зайнятості в реалізації монетарної політики є важливим для підвищення її ефективності.

Монетарна політика може як посилювати, так і знижувати економічну нерівність. Згідно з моделлю Н. Горнеманн та ін., монетарна політика стабілізації впливає на розподіл доходів, ризики, пов'язані з доходами, а також на попит на фінансові ресурси (монетарна політика змінюється через перешкоди на ринку праці, які роблять індивідуальні ризики зайнятості внутрішньо зумовленими) та пропозицію активів (монетарна політика залежить від націнок, витрат на коригування та податкової системи, які визначають середню прибутковість фірм) [8, с. 1]. Відповідно до цієї моделі, у США вигоду від стабілізації інфляції отримують передусім найбагатші домогосподарства, для яких заробітна плата становить лише незначну частку їх сукупного багатства, а також пенсіонери, які зазвичай мають накопичені активи й не залежать від трудових доходів. Унаслідок цього заможні верстви населення та пенсіонери схильні підтримувати політику інфляційного таргетування. Водночас домогосподарства з нижчими доходами, зокрема представники робітничого класу, надають перевагу монетарній політиці, спрямованій на забезпечення зайнятості [8, с. 48]. Тобто, монетарна політика чинить неоднорідний вплив на різні групи домогосподарств через різницю в джерелах їх доходів. Зі свого боку, Н. Хансен та ін. на моделі із використанням даних США засвідчили, що якщо центральний банк вже проводить оптимальну політику, орієнтовану на інфляцію та економічне зростання, врахування нерівності у споживанні майже не додає користі. Однак, якщо центральний банк використовує правило Тейлора, додавання показників нерівності у споживанні або частки заробітної плати суттєво знижує економічні втрати. Зокрема, таргетування частки праці є більш ефективним, ніж таргетування нерівності у споживанні, оскільки воно забезпечує стійкіше покращення добробуту та є операційно простішим для реалізації центральними банками [9]. Отже, включення показників нерівності, зокрема частки праці в сукупних доходах, у монетарні стратегії може підвищити їх ефективність.

Доповнюючи дискусію про нерівність, фінансова інклюзія пропонує інструменти для стабілізації як економічної активності, так і рівня цін. Розширення доступу до фінансових послуг дозволяє центральним банкам зміщувати акцент з жорсткого контролю інфляції на стабілізацію обсягу виробництва. А. Мехротра та Дж. Етман довели, що збільшення частки фінансово включених споживачів підвищує

співвідношення волатильності обсягу виробництва до інфляції, що базується на даних 130 країн за період 1980–2012 рр. Фінансова інклюзія знижує чутливість домогосподарств до економічних шоків, дозволяючи їм підтримувати споживання та стабільний попит навіть за несприятливих економічних умов. Це дає центральним банкам змогу змістити пріоритети монетарної політики на стабілізацію обсягів виробництва, оскільки інфляція стає менш волатильною завдяки розвитку фінансових ринків та інфляційному таргетуванню [10, с. 22]. Відповідно, фінансова інклюзія, включно з цифровим доступом, постає важливим чинником підвищення ефективності монетарної політики через кращу стабілізацію цін та виробництва. Згідно з дослідженням О. Шпанеля-Юхти, в Україні існує прямий зв'язок між рівнем доступу до мобільного зв'язку та інтернету і наявним доходом, що підкреслює потенціал цифрової інклюзії у зменшенні економічної нерівності [11]. Отже, інтеграція принципів фінансової та цифрової інклюзії у стратегії монетарної політики є важливою передумовою підвищення економічного добробуту.

Розширення мандату центральних банків: між стабілізацією зайнятості та інфляційними ризиками. Дотримання заздалегідь визначеної монетарної політики забезпечує кращі економічні результати порівняно з дискреційним підходом, за якого центральний банк ухвалює рішення на основі поточних економічних умов без жорсткого дотримання попередньо встановлених правил. Дж. Бартоломео та К. Серп'єрі на основі аналізу семи розвинених економік у період 1980–2007 рр. продемонструвало, що оптимальна монетарна політика за підходом «прихильність до зобов'язань», коли центральний банк зобов'язується дотримуватися визначених правил навіть за наявності короткострокових економічних коливань, є менш витратною з точки зору втрат добробуту. Зокрема, у Франції, Австралії та США такі втрати, виміряні через еквівалентне постійне скорочення споживання (реального ВВП, індексу споживчих цін, реальної заробітної плати), були значно меншими за умов «прихильність до зобов'язань» [12]. Тобто, що домогосподарства в цих країнах могли б уникнути часткового скорочення рівня споживання, якби центральні банки дотримувалися оптимальної монетарної політики.

Проте ефективність заздалегідь визначеної монетарної політики залежить від враху-

вання ширшого спектра макроекономічних факторів, а не лише інфляції. Як зазначає Ф. Луї, контроль інфляції не є самостійною метою, а лише інструментом для досягнення вищої стратегічної цілі – забезпечення економічного добробуту. Однак іноді центральні банки надмірно зосереджуються на короткострокових інфляційних показниках, побоюючись втрати довіри з боку суспільства. Водночас сучасні виклики вимагають розширення мандату центральних банків, включно з підтримкою зайнятості та фінансової стабільності через регулювання кредитування й управління цінами активів [13, с. 9]. Так само, висновки Л. Лоріс та ін., засновані на даних ЄЦБ за 1980–2016 рр., свідчать, що інтеграція цілей фінансової стабілізації до мандату центральних банків забезпечує вигоди для економічного добробуту, зокрема підвищення рівня ВВП, споживання та інвестицій на душу населення [14, с. 2–3].

Водночас розширення мандату центральних банків може викликати сумніви через потенційний ризик втрати інституційної довіри. Хоча монетарна політика, орієнтована на стабілізацію рівня зайнятості, може слугувати ефективним інструментом для зниження безробіття, однак вона супроводжується ризиком стійкого перевищення інфляційних цілей. Згідно з дослідженням Б. Бандіка та Н. Петроскі-Надо, проведеним на основі даних США за період 1995–2019 рр., перехід від симетричної монетарної політики, що враховує всі відхилення рівня зайнятості, до асиметричного підходу, орієнтованого виключно на стабілізацію «нестачі» зайнятості, зумовлює суттєву асиметрію у реакції монетарної політики. Зокрема, це призводить до зростання середнього рівня інфляції та облікових ставок, знижуючи ймовірність досягнення нульової нижньої межі (ZLB), сприяє зниженню рівня безробіття під час економічних підйомів і посилює кореляцію між нижчим рівнем безробіття та вищими темпами інфляції порівняно з симетричною політикою [15, с. 1–2]. Таким чином, асиметрична монетарна політика, спрямована на стабілізацію нестачі зайнятості, а не відхилення від її максимального рівня, сприяє пом'якшенню умов монетарної політики в періоди економічного зростання, однак призводить до підвищення рівня інфляції та облікових ставок.

Таргетування рівня цін vs. інфляційне таргетування. На відміну від інфляційного таргетування, в рамках якого центральні банки можуть формально вважати інфляційну мету

досягнутою навіть за умов тривалого недосягнення відповідних показників, що призводить до втрат реальної купівельної спроможності домогосподарств, таргетування рівня цін передбачає обов'язкову корекцію таких відхилень. М. Вудфорд запропонував таргетування рівня цін як альтернативну форму традиційного інфляційного таргетування. Він обґрунтував це тим, що зобов'язання підтримувати довгострокову цільову траєкторію рівня цін є ефективним механізмом корекції помилок, який дозволяє враховувати як традиційні стабілізаційні цілі (інфляція, розрив випуску), так і фінансову стабільність. Зокрема, будь-яке відхилення рівня цін від його довгострокової цілі (через фінансові кризи або інші шоки) має бути компенсоване в майбутньому. Крім того, зобов'язання повернути рівень цін до цільової траєкторії створює очікування майбутньої компенсуючої інфляції навіть у разі сильних шоків, знижуючи ризик дефляційної спіралі та полегшуючи управління монетарною політикою, особливо біля нульової нижньої межі процентних ставок [16]. Такий режим стимулює своєчасне втручання для мінімізації початкових відхилень від прогнозованих цінових орієнтирів.

Таргетування номінального доходу vs. інфляційне таргетування. Таргетування номінального доходу враховує взаємозв'язок між стабільністю цін і номінальним доходом, узгоджуючись з монетаристською концепцією М. Фрідмана, яка передбачає використання простих правил, що вимагають мінімальної кількості інформації тим самим знижуючи потребу центральних банків враховувати шоки пропозиції, що впливають на рівень цін. За умов певної жорсткості цін, грошовий шок, як правило, спричиняє зростання номінального доходу швидше, ніж впливає на рівень інфляції, що обумовлено різними часовими лагами монетарних передатних механізмів. Затримка впливу змін грошової маси на номінальний дохід є коротшою, ніж на інфляцію, що робить таргетування номінального доходу потенційно більш ефективним інструментом монетарної стабілізації [17].

Таргетування номінального доходу vs. таргетування рівня номінального ВВП. Таргетування номінального доходу (nominal income targeting) та таргетування рівня номінального ВВП (NGDPLT) спрямовані на стабілізацію сукупного попиту, проте таргетування номінального доходу характеризується більшою гнучкістю, а NGDPLT передбачає жорсткішу стратегію, яка вимагає компенсації від-

хилень від цільового рівня номінального ВВП у наступних періодах, якщо цей показник не був досягнутий у визначений термін.

Таргетування рівня номінального ВВП vs. інфляційне таргетування. На відміну від інфляційного таргетування, яке зосереджується виключно на стабілізації рівня цін, таргетування рівня номінального ВВП передбачає одночасне врахування як динаміки цін, так і обсягів виробництва. Результати дослідження Гаріна та ін. свідчать на користь NGDPLT як більш стабільного підходу порівняно з інфляційним таргетуванням. Перевагами NGDPLT є закріплення очікувань через більш передбачувану монетарну політику завдяки ефекту історичної залежності, гнучкість у компенсації відхилень як цін, так і обсягів виробництва, а також уникнення індетермінованості через забезпечення унікальної рівноваги навіть за умов високої трендової інфляції. Таргетування номінального ВВП пов'язане з меншими втратами добробуту, ніж правило Тейлора, та перевершує інфляційне таргетування у разі шоків пропозиції та нееластичності заробітної плати [18].

Таргетування рівня номінального ВВП vs. таргетування рівня цін. Вибір режиму монетарної політики залежить від економічних умов і типу шоків, які переживає економіка: якщо економіка стикається з тимчасовими шоками інфляції – краще NGDPLT, а якщо присутні постійні шоки попиту та пропозиції – жорстке таргетування рівня цін. Р. Біллі, порівнюючи NGDPLT із жорстким таргетуванням рівня цін (коли таргетується не темп інфляції, як у випадку інфляційного таргетування), дійшов висновку, що за умов тимчасових інфляційних шоків NGDPLT може виявитися більш ефективним, оскільки дозволяє розподілити вплив шоків між цінами та обсягом виробництва. Водночас жорстке таргетування рівня цін спричиняє значні витратні коливання у виробництві. Однак, за наявності постійних шоків попиту та пропозиції, жорстке таргетування рівня цін може забезпечити кращі результати, оскільки воно сприяє більшій інерційності монетарної політики та покращує компромісні рішення, які має ухвалювати центральний банк [19, с. 15]. Таким чином, NGDPLT є гнучкішим за умов тимчасових шоків, але менш ефективним у разі тривалих структурних змін або обмежень процентних ставок. Натомість жорстке таргетування рівня цін, хоч і менш адаптивне, забезпечує стабільнішу монетарну політику в умовах тривалих економічних викликів. Водночас Х. Чен встановив,

що: а) таргетування зростання номінального ВВП (NGDPGT) працює краще за NGDPLT, де акцент робиться на підтримці певного фіксованого рівня ВВП; б) інфляційне таргетування (зосередження політики на стабілізації рівня цін) є кращим за NGDPLT, але якщо потрібно швидко зменшити різкі економічні коливання, NGDPLT може бути корисним; в) NGDPLT може бути доцільним лише в умовах низького економічного зростання, низької залежності цін від інфляції та стабільності витрат споживачів [20].

Таргетування рівня номінального ВВП vs таргетування темпів зростання номінального ВВП. Таргетування темпів зростання номінального ВВП (NGDPGT) передбачає орієнтацію виключно на досягнення заздалегідь визначеного цільового показника зростання в поточному періоді, залишаючи поза увагою попередні відхилення. На противагу цьому, NGDPLT передбачає адаптацію поточної монетарної політики шляхом врахування минулих відхилень від цільового рівня номінального ВВП, що сприяє забезпеченню більш довгострокової макроекономічної стабільності.

Врахування фінансових обмежень ставить під сумнів універсальність NGDPGT як оптимального монетарного режиму. Результати Двалішвілі А. та ін. показують, що таргетування темпів зростання номінального ВВП не забезпечує найкращих показників добробуту в умовах фінансових фрикцій: а) обмеження застави – більші значення цього параметра підвищують переваги оптимального правила Тейлора; б) рівень важелів банків – вищі значення спричиняють зміну пріоритетності політичних правил; в) кредитний спред – збільшення спреду посилює потребу в правилах, орієнтованих на стабілізацію фінансових ринків [21].

Переваги таргетування рівня номінального ВВП. Застосування NGDPLT є виправданим через його здатність об'єднувати показники виробництва та зайнятості, що забезпечує комплексний підхід до оцінки економічної активності. Номінальний ВВП безпосередньо відображає сукупні витрати в економіці – одну з ключових змінних, на які впливає монетарна політика. Окремий вплив на інфляцію або виробництво визначається факторами, які перебувають поза межами безпосереднього контролю центрального банку. Попри відсутність розмежування впливу на інфляцію та виробництво, інтегрований характер NGDPLT робить його ефек-

тивним індикатором економічної динаміки [22]. Аргументуючи переваги NGDPLT (здатність забезпечувати надійний номінальний якір, виступати таргетом для грошової маси з урахуванням швидкості обігу грошей, вирішувати проблеми шоків пропозиції та недосконалості фінансових ринків, а також протидіяти ZLB), Д. Бекворт підкреслює важливість поступового впровадження цього підходу, спочатку включивши прогноз NGDPLT до звітів про економічні прогнози FOMC [23, с. 31].

Ризики таргетування рівня номінального ВВП. Частина наукової спільноти висловлює сумніви щодо спроможності NGDPLT забезпечити контроль за інфляційними очікуваннями через перегляди статистичних даних та складність сприйняття суспільством [23, с. 6]. Вимірювання номінального ВВП ускладнюється через часті статистичні коригування, які виникають внаслідок перегляду початкових оцінок даних. Цей недолік може бути компенсований завдяки підходу, за якого номінальний ВВП відіграє ключову роль, але доповнюється іншими індикаторами. Крім того, повне врахування всіх попередніх даних може призвести до надмірних змін монетарної політики, тоді як надто короткострокові цілі створюють ризик надмірної реактивності [22]. Відповідно оптимальним є проміжний підхід, який передбачає часткове врахування минулих значень номінального ВВП, що дозволяє пом'якшити вплив статистичних коригувань

Висновки. Розподіл вигод і витрат, спричинених монетарними заходами зі стабілізації інфляції та підтримки зайнятості, є нерівномірним серед різних груп домогосподарств. Це обумовлює появу модифікацій монетарних режимів відповідно до їх цільових показників і застосовуваних підходів. Так, інфляційне таргетування зосереджується на підтримці поточного рівня інфляції в межах цільового показника, тоді як таргетування рівня цін передбачає обов'язкову корекцію минулих відхилень для повернення до заданої довгострокової траєкторії; таргетування номінального доходу орієнтується на досягнення певного рівня або темпу зростання доходу; NGDPLT передбачає підтримку цільового рівня номінального ВВП із обов'язковою корекцією минулих відхилень, тоді як його варіант – NGDPGT – фокусується лише на досягненні цільового темпу зростання в поточному періоді без врахування попередніх відхилень. Набуває дедалі більшої популярності NGDPLT, що враховує і рівень виробництва, і інфляцію одночасно, сприяючи підвищенню

ефективності монетарної політики у мінімізації економічних втрат, пов'язаних із інфляційними коливаннями.

З початку повномасштабної війни НБУ застосовує гнучке інфляційне таргетування, оскільки відсутня формальна довгострокова траєкторія рівня цін і обов'язкова корекція минулих відхилень. Водночас дії НБУ можна розглядати і як кризову форму таргетування цін, бо регулятор декларує зобов'язання відновити рівень цін відповідно до цільових орієнтирів після стабілізації економічної ситуації, що відображає елемент корекції, характерний для таргетування рівня цін. Щодо можливості впровадження режиму таргетування номінального ВВП в Україні як засобу підвищення соціально-економічної орієнтованості монетарної політики, слід врахувати існуючі обмеження статистичної бази. Через відсут-

ність офіційних щомісячних статистичних даних щодо номінального ВВП доцільним видається використання кінцевих споживчих витрат домогосподарств як проксі-індикатора. У країнах із розвиненою статистичною інфраструктурою, зокрема у США, витрати на особисте споживання є складовою номінального ВВП і охоплюють широкий спектр витрат, включаючи фінансові послуги та страхування. В Україні аналогічну функцію виконують кінцеві споживчі витрати домогосподарств у складі ВВП за видатками, хоча їх обсяг обмежується лише прямими витратами домогосподарств. Запровадження щомісячних оцінок цього показника на основі удосконаленої методології створить передумови для його використання в аналітичних звітах НБУ, забезпечуючи соціально-економічну спрямованість монетарної політики.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Ravenna F., Walsh C. E. Welfare-based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2011. Vol. 3. No. 2. P. 130–162. DOI: <https://doi.org/10.1257/mac.3.2.130>
2. Bodenstein M., Zhao J. Employment, wages and optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics*. 2020. Vol. 112. P. 77–96. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.01.019>
3. Bernanke B., Blanchard O. An analysis of pandemic-era inflation in 11 economies. *Peterson Institute for International Economics Working Paper*. 2024. No. 24–11. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2024/05/WP91_Bernanke-Blanchard.pdf
4. Feng J., Wang C., Wu L., Zhang D. Unemployment, trade openness and optimal monetary policy. *Annals of Economics and Finance*. 2021. Vol. 22. No. 1. P. 231–253. URL: <https://down.aefweb.net/AefArticles/aef220109FengWangWuZhang.pdf>
5. Challe E. Uninsured unemployment risk and optimal monetary policy in a zero-liquidity economy. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2020. Vol. 12. No. 2. P. 241–283. DOI: <https://doi.org/10.1257/mac.20180207>
6. Бублик, Є. Монетарна політика національно-укоріненого економічного відновлення. *Науковий вісник Міжнародної асоціації науковців. Серія: економіка, управління, безпека, технології*. 2024. № 3(4). DOI: <https://doi.org/10.56197/2786-5827/2024-3-4->
7. Brand C., Coenen G., Sondermann D., Lydon R., Ajevskis V., Hammermann F., ... Seward D. Employment and the conduct of monetary policy in the euro area. *ECB Occasional Paper Series*. 2021. No. 275. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op275-e76a79539d.en.pdf>
8. Gornemann N., Kuester K., Nakajima M. Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of systematic monetary policy. *ECONtribute Discussion Paper*. 2021. No. 089. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/237334/1/ECONtribute-089-2021.pdf>
9. Hansen N. J., Lin A., Mano R. C. Should inequality factor into central banks' decisions? *Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper)*. 2023. No. 1410. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4464016>
10. Mehrotra A. N., Yetman J. Financial inclusion and optimal monetary policy. *BIS Working Papers*. 2014. No. 476. URL: <https://www.bis.org/publ/work476.pdf>
11. Шпанель-Юхта, О. Цифрова нерівність та її вплив на нерівномірність доходів у регіонах України. *Цифрова економіка та економічна безпека*. 2024. № 4 (13). С. 130–134. DOI: <https://doi.org/10.32782/dees.13-19>
12. Di Bartolomeo G., Serpieri C. Optimal monetary policy and the time-dependent price and wage Phillips curves: An international comparison. *Journal of International Money and Finance*. 2024. No. 103111. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103111>
13. Lowe P. Inflation and the monetary policy framework. *Speech to the Anika Foundation*. 2022. URL: <https://www.bis.org/review/r190729e.pdf>

14. Laureys L., Meeks R., Wanengkirtyo B. Optimal simple objectives for monetary policy when banks matter. *European Economic Review*. 2021. Vol. 135. No. 103719. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103719>
15. Petrosky-Nadeau N., Bundick B. From deviations to shortfalls: The effects of the FOMC's new employment objective. *Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper*. 2023. No. RWP 21-04. DOI: <http://doi.org/10.18651/RWP2021-04>
16. Woodford M. Inflation targeting and financial stability. *National Bureau of Economic Research Working Paper*. 2012. No. 17967.
17. Horan P. Milton Friedman and nominal income targeting. *Southern Economic Journal*. 2024. DOI: <https://doi.org/10.1002/soej.12722>
18. Garín J., Lester R., Sims E. On the desirability of nominal GDP targeting. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2016. Vol. 69. P. 21–44. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2016.05.004>
19. Billi R. M. A note on nominal GDP targeting and the zero lower bound. *Macroeconomic Dynamics*. 2017. Vol. 21. No. 8. P. 2138–2157. DOI: <https://doi.org/10.1017/S136510051500111X>
20. Chen H. On the welfare implications of nominal GDP targeting. *Journal of Macroeconomics*. 2021. Vol. 69. No. 103336. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2021.103336>
21. Dvalishvili A., Dvalishvili M., Thurston T. Nominal GDP growth targeting vs. Taylor rules in a model with financial frictions. *Economic Modelling*. 2024. Vol. 141. No. 106900. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106900>
22. Mercatus Center. Macro Musings podcast with D. Beckworth. Joseph Gagnon on the Trinity of COVID-era inflation and the upcoming Fed framework review. 2024. URL: <https://www.mercatus.org/macro-musings/joseph-gagnon-trinity-covid-era-inflation-and-upcoming-fed-framework-review>
23. Beckworth D. Facts, fears, and functionality of NGDP level targeting: A guide to a popular framework for monetary policy. *Mercatus Special Study*. 2019. URL: <https://www.mercatus.org/research/research-papers/facts-fears-and-functionality-ngdp-level-targeting>

REFERENCES:

1. Ravenna, F., & Walsh, C. E. (2011). Welfare-based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 130–162. <https://doi.org/10.1257/mac.3.2.130>
2. Bodenstein, M., & Zhao, J. (2020). Employment, wages and optimal monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 112, 77–96. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.01.019>
3. Bernanke, B., & Blanchard, O. (2024). An analysis of pandemic-era inflation in 11 economies. *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 24–11. Available at: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2024/05/WP91_Bernanke-Blanchard.pdf
4. Feng, J., Wang, C., Wu, L., & Zhang, D. (2021). Unemployment, trade openness and optimal monetary policy. *Annals of Economics and Finance*, 22(1), 231–253. Available at: <https://down.aefweb.net/AefArticles/aef-220109FengWangWuZhang.pdf>
5. Challe, E. (2020). Uninsured unemployment risk and optimal monetary policy in a zero-liquidity economy. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 241–283. <https://doi.org/10.1257/mac.20180207>
6. Bublyk, Y. (2024). Monetary policy of nationally rooted economic recovery. *Scientific Bulletin of International Association of Scientists. Series: Economy, Management, Security, Technologies*, 3(4). <https://doi.org/10.56197/2786-5827/2024-3-4-1>
7. Brand, C., Coenen, G., Sondermann, D., Lydon, R., Ajevskis, V., Hammermann, F., ... & Seward, D. (2021). Employment and the conduct of monetary policy in the euro area. *ECB Occasional Paper Series*, No. 275. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecb.op275~e76a79539d.en.pdf>
8. Gornemann, N., Kuester, K., & Nakajima, M. (2021). Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of systematic monetary policy. *ECONtribute Discussion Paper*, No. 089. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/237334/1/ECONtribute-089-2021.pdf>
9. Hansen, N. J., Lin, A., & Mano, R. C. (2023). Should inequality factor into central banks' decisions? *Bank of Italy Temi di Discussione Working Paper*, No. 1410. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4464016>
10. Mehrotra, A. N., & Yetman, J. (2014). Financial inclusion and optimal monetary policy. *BIS Working Papers*, No. 476. Available at: <https://www.bis.org/publ/work476.pdf>
11. Shpanel-Yukhta, O. (2024). Digital inequality and its impact on income inequality in the regions of Ukraine. *Digital Economy and Economic Security*, 4(13), 130–134. <https://doi.org/10.32782/dees.13-19> (in Ukrainian)
12. Di Bartolomeo, G., & Serpieri, C. (2024). Optimal monetary policy and the time-dependent price and wage Phillips curves: An international comparison. *Journal of International Money and Finance*, 103111. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103111>

13. Lowe, P. (2022). Inflation and the monetary policy framework. *Speech to the Anika Foundation*. Available at: <https://www.bis.org/review/r190729e.pdf>
14. Laureys, L., Meeks, R., & Wanengkirtyo, B. (2021). Optimal simple objectives for monetary policy when banks matter. *European Economic Review*, 135, 103719. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103719>
15. Petrosky-Nadeau, N., & Bundick, B. (2023). From deviations to shortfalls: The effects of the FOMC's new employment objective. *Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper*, No. RWP 21–04. <http://doi.org/10.18651/RWP2021-04>
16. Woodford, M. (2012). Inflation targeting and financial stability. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 17967.
17. Horan, P. (2024). Milton Friedman and nominal income targeting. *Southern Economic Journal*. <https://doi.org/10.1002/soej.12722>
18. Garín, J., Lester, R., & Sims, E. (2016). On the desirability of nominal GDP targeting. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 69, 21–44. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2016.05.004>
19. Billi, R. M. (2017). A note on nominal GDP targeting and the zero lower bound. *Macroeconomic Dynamics*, 21(8), 2138–2157. <https://doi.org/10.1017/S136510051500111X>
20. Chen, H. (2021). On the welfare implications of nominal GDP targeting. *Journal of Macroeconomics*, 69, 103336. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2021.103336>
21. Dvalishvili, A., Dvalishvili, M., & Thurston, T. (2024). Nominal GDP growth targeting vs. Taylor rules in a model with financial frictions. *Economic Modelling*, 141, 106900. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106900>
22. Mercatus Center. (2024, October 21). Macro Musings podcast with D. Beckworth. Joseph Gagnon on the Trinity of COVID-era inflation and the upcoming Fed framework review. Available at: <https://www.mercatus.org/macro-musings/joseph-gagnon-trinity-covid-era-inflation-and-upcoming-fed-framework-review>
23. Beckworth, D. (2019). Facts, fears, and functionality of NGDP level targeting: A guide to a popular framework for monetary policy. *Mercatus Special Study*. Available at: <https://www.mercatus.org/research/research-papers/facts-fears-and-functionality-ngdp-level-targeting>