

# РОЗДІЛ 1

## ЕКОНОМІЧНА ТЕОРІЯ ТА ІСТОРІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ДУМКИ

УДК 336.711, 338.22.021.4

Красота О. В.  
Аладько Я. Ю.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка

### ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ ЯК ОПТИМАЛЬНИЙ РЕЖИМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

Досліджено теоретичні та практичні питання економічної сутності та цілей інфляційного таргетування як оптимального режиму монетарної політики у період подолання негативних наслідків рецесії. На прикладі країн-таргетерів інфляції показана взаємозалежність між темпами економічного зростання та рівнем інфляції. Проаналізовано передумови та перспективи впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні.

**Ключові слова:** монетарна політика, монетарний режим, інфляція, інфляційне таргетування, інфляційні очікування, центральний банк.

**Постановка проблеми.** Одним із найбільш дієвих засобів макроекономічного регулювання і виведення економіки на нову траєкторію розвитку є проведення виваженої монетарної політики. Соціально-економічні потрясіння останніх десятиліть, нерозвинутість економічних відносин, девальвація національної грошової одиниці, військовий конфлікт на Сході України та загроза територіальній цілісності, панування політичної еліти із застарілим «совковим» мисленням і адміністративними методами регулювання, несформованість громадянського суспільства тощо зставляли зосереджуватися на локальних проблемах й відволікали від вирішення системних макроекономічних завдань. Нині одним із найактуальніших завдань в Україні є запровадження нових підходів до проведення монетарної політики з метою підвищення її ефективності й подолання макроекономічної нестабільності. Тому важливого значення набуває вибір адекватного монетарного режиму, що відповідає цілям зниження інфляції, встановлення цінової стабільності та забезпечення довгострокового економічного зростання. Зміна режиму монетарної політики – від таргетування валютного курсу до інфляційного таргетування – означає перехід від вирішення тактичних завдань до постановки й вирішення стратегічних цілей економічного розвитку країни.

Попередні монетарні режими – монетарного таргетування (друга половина 90-х років ХХ ст.) та таргетування валютного курсу (2001–2015 рр.) – довели свою неефективність і здатність працювати лише в умовах напівзакритої економіки. Так, режим монетарного таргетування був спрямований на контроль грошових агрегатів і наявності тісного зв'язку між збільшенням грошової маси і валового внутрішнього продукту. Таким чином, здійснюючи таргетування грошової маси, Національний банк України регулював приріст грошової пропозиції в економіці. Невизначеність щодо стану майбутньої інфляції, неможливість контролю грошової маси за надлишкової ліквідності, недовіра у разі коливань попиту на гроші спричинили відмову від цього режиму монетарної політики. Таргетування валютного курсу, головною метою якого було досягнення курсової стабільності за фіксованого обмінного курсу, привело до протилежних результатів, а саме сприяло збільшенню в Україні дисбалансів у макроеконо-

мічній сфері, девальваційним процесам (насамперед у 2008 та 2014 рр.) із подальшим прискоренням інфляції, залежністю експортних доходів від світових цін, переважно споживчим характером імпорту, що перешкоджає розвитку високотехнологічного виробництва тощо.

Національний банк України у 2016 році перейшов до режиму інфляційного таргетування як визнаного у багатьох країнах світу ефективного режиму монетарної політики. Тому проблема дослідження сутності інфляційного таргетування та перспектив його застосування в економіці України набуває дедалі більшої актуальності і потребує більш глибокого дослідження.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні та методологічні основи забезпечення цінової стабільності, дослідження сутності інфляції, розроблення практичних рекомендацій її регулювання знайшли відображення у працях багатьох відомих зарубіжних учених: Б. Бернанке, А. Бліндера, Д. Ваври, Дж.М. Кейнса, А. Кряжевої, М. Кінга, Р. Лукаса, Р. Манделла, Г. Манківа, Ф. Мишкіна, С. Моїсеєва, Л. Свенссона, Е. Фелпса, С. Фішера, М. Фрідмана та інших. Значний внесок у дослідження вибору оптимального режиму монетарного регулювання зробили такі вчені, як А. Гальчинський, В. Козюк, І. Лютий, В. Міщенко, С. Науменкова, С. Ніколайчук, Т. Унковська та інші.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** За наявності значної кількості робіт, присвячених дослідженню вказаної проблематики саме у широкому розумінні, не вистачає більш ґрунтовних та глибоких наукових розробок питання стабілізації цін в Україні у контексті використання Національним банком режиму інфляційного таргетування.

Метою роботи є дослідження сутності таргетування інфляції як режиму монетарної політики, що здатен забезпечити цінову стабільність та сприяти стабільним темпам економічного зростання в Україні у довгостроковому періоді.

Виклад основного матеріалу. З 2016 року Національний банк України проводить свою політику на основі режиму інфляційного таргетування. Як засвідчує світовий досвід, саме цей режим дає змогу центральним банкам найбільш ефективно виконувати функцію забезпечення цінової стабільності та зберігати купівельну спроможність грошової одиниці.

Згідно із Б. Бернанке, таргетування інфляції характеризується публічним оголошенням офіційних кількісних цілей (або цільових діапазонів) щодо рівня інфляції на один або більше проміжків часу, а також чітким розумінням того, що низька, стабільна інфляція є основною довгостроковою ціллю монетарної політики [1, с. 4].

Подібної позиції дотримується і Ф. Мішкін, який стверджує, що таргетування інфляції містить п'ять основних елементів: 1) публічне оголошення середньострокових цілей інфляції; 2) визнання цінової стабільності як головної мети монетарної політики, а всі інші цілі підпорядковані основній меті; 3) дієвою є стратегія, за якої для прийняття рішення слід враховувати якнайбільше змінних, а не лише грошові агрегати або обмінний курс; 4) підвищення прозорості монетарної політики через спілкування з громадськістю та ринками про плани, цілі та рішення монетарних органів; 5) посилення відповідальності центрального банку за досягнення ним поставлених цілей [2].

Відповідно до логіки НБУ, під інфляційним таргетуванням прийнято розуміти монетарний режим, відповідно до якого центральний банк використовує оголошену інфляційну ціль (таргет) як номінальний якор і зобов'язується проводити монетарну політику, спрямовану на досягнення цієї цілі в середньостроковому періоді, тобто у найближчі 5 років. Основними технічними параметрами режиму таргетування інфляції є:

Горизонт таргету, тобто часовий лаг, протягом якого центральний банк за допомогою інструментів монетарної політики має утримувати значення таргету. Як правило, горизонт таргету є комбінацією середньо- та короткострокового періоду, який складається з цільового орієнтуру на середньостроковий період (близько 3 років) у поєднанні із щорічним проголошенням значення таргету;

Вид таргету – обраний для таргетування один із показників інфляції – індекс споживчих цін або показник «базової» інфляції;

Числова інтерпретація таргету – вибір точного числового значення або діапазону, в межах якого допускаються коливання таргету;

Система підзвітності та відповідальності центрального банку [3].

Корегуючи вказані параметри, центральний банк здатен створити найбільш оптимальну стратегію таргетування інфляції, що відповідає потребам країни у цей період розвитку. Особливо варто відзначити останній пункт – підзвітність та відповідальність центрального банку відіграє чи не найважливішу роль у дієвості режиму таргетування інфляції. Це пояснюється тим, що одним із

найважливіших факторів впливу на темпи інфляції є інфляційні очікування населення, а прозорість та відкритість політики центрального банку сприяють зниженню цих очікувань.

Загалом перехід до режиму інфляційного таргетування, яке за своєю сутністю змушує враховувати широке поле традиційно екзогенних факторів, будується на теорії і досвіді, згідно з якими центральні банки не можуть послідовно ставити і досягати множинних цілей, таких як низька інфляція і низький рівень безробіття одночасно, використовуючи лише один базовий інструмент. Також світове визнання необхідності стабілізації цін за допомогою більш сучасної монетарної політики зумовлене не в останню чергу розумінням того, що висока інфляція блокує економічне зростання і справедливий розподіл доходів, а очікування і довіра суспільства до центральних банків впливають не лише на ефективність цієї політики, а й на економічне зростання в країні загалом.

Вперше режим інфляційного таргетування у світовій практиці був застосований у 1990 році у Новій Зеландії. Далі країнами-таргетерами інфляції стали Канада (1991), Велика Британія (1992), Швеція і Австралія (1993), Швейцарія (2000), Норвегія (2001), США та Японія (2012) та інші. Зараз же подібна практика поширена щонайменше у 35 країнах світу, як у розвинених, так і у постсоціалістичних, таких як Чехія (1998), Польща (1999), Угорщина (2001), Румунія (2005) тощо [4, с. 23]. Здебільшого ключовим стимулом переходу до інфляційного таргетування був негативний досвід застосування інших режимів монетарної політики.

Досвід режиму інфляційного таргетування виявив такі закономірності щодо взаємозалежності між економічним зростанням (кінцевою метою будь-якої економічної політики) та інфляцією. По-перше, крім інфляції, є чимало факторів, що визначають довгострокові темпи економічного зростання. По-друге, сприяння економічному зростанню за допомогою «м'якої» монетарної політики скоріше за все приведе до вищого рівня інфляції, яка може зашкодити перспективам зростання впродовж довгострокового періоду. По-третє, монетарна політика, що не акцентує увагу на важливості підтримки цінової стабільності, ймовірно за глобальних економічних циклів випустить інфляцію з-під контролю саме під час економічної кризи [5].

У більшості країн, які перейшли на цей монетарний режим, спостерігаються зниження загального рівня інфляції та, як правило, приріст реального ВВП (табл. 1).

Таблиця 1

Порівняльні показники ВВП та інфляції для окремих країн, %

Країни-таргетери інфляції	Рівень інфляції			Приріст реального ВВП		
	до таргетування	після таргетування	зміна («+» приріст, «-» спад)	до таргетування	після таргетування	зміна («+» приріст, «-» спад)
Австралія	6,33	2,25	-4,08	3,03	4,46	1,43
Велика Британія	5,68	2,62	-3,06	2,38	3,01	0,63
Іспанія	6,24	3,01	-3,23	2,91	3,11	0,20
Канада	4,38	2,00	-2,38	3,24	2,70	-0,54
Нова Зеландія	11,32	2,25	-9,07	2,72	2,39	-0,32
Фінляндія	4,68	1,23	-3,45	1,27	3,71	2,44
Чилі	21,33	9,58	-11,75	6,21	6,65	0,45
Швеція	6,27	1,46	-4,81	1,33	2,40	1,07

Джерело: [6, с. 11–12; 7, с. 32]

Окрім результативності у кількісних показниках, перехід до режиму інфляційного таргетування спричинив і певні якісні зрушення: посилення незалежності центральних банків, зміцнення авторитету їхньої діяльності в очах населення, поліпшення прозорості монетарної політики та формування її прогнозу на реальних даних за допомогою сучасних економіко-математичних методів.

Важливу роль у переході в 2016 році до режиму інфляційного таргетування в Україні відіграли як неефективність попередніх монетарних режимів у досягненні макроекономічної стабільності, так і рекомендації міжнародних організацій, які базувалися на успішному досвіді його імплементації багатьма країнами. За ціль визнається цінова стабільність, тобто збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції. За таргет обирається індекс споживчих цін (ІСЦ) щодо відповідного періоду попереднього року, середньострокова ціль на кінець 2019 року визначається на рівні 5% з можливими коливаннями 1 процентного пункту (п.п.). Основним інструментом впливу визнається ключова процентна ставка, інші інструменти відіграють допоміжну роль. Окрім того, розуміючи необхідність прозорості ведення монетарної політики як основного з елементів режиму інфляційного таргетування, Національний банк зобов'язується регулярно інформувати суспільство про процес виконання усіх оголошених цілей [3].

Перехід економіки України у 2016 році до нового монетарного режиму вже дав змогу суттєво знизити інфляцію як порівняно з кризовими показниками 2014–2015 років, так і з середніми показниками 1996–2013 років. У подальшому метою монетарної політики НБУ є зниження інфляції до середньострокової цілі в 5% і утримання її на цьому рівні.

Згідно із Постановою НБУ «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки» для досягнення таргету інфляції у 5% наприкінці вказаного періоду визначено низку короткострокових цілей. Тому весь часовий проміжок поділяється на чотири етапи, кожен із власним цільовим

маркером: грудень 2016 року – 12% (+/- 3 п. п.), грудень 2017 року – 8% (+/- 2 п. п.), грудень 2018 року – 6% (+/- 2 п. п.), грудень 2019 року – 5% (+/- 1 п. п.) [8].

Натепер було пройдено перші проміжні етапи, і згідно зі статистичними даними результати діяльності Національного банку по досягненню власних орієнтирів не є однозначними. З одного боку, перший орієнтир на кінець 2016 року був досягнутий: фактичний індекс споживчих цін проти відповідного періоду в попередньому році становив 12,4%, що лише на 0,4% вище за вказаний таргет і при цьому перебуває в допустимих межах від 9% до 15%. До того ж, вказаний рівень ІСЦ значно нижчий відповідного показника станом на грудень 2015 року (43,3%), а отже, перехід до інфляційного таргетування у синергії з позитивними структурними зрушеннями у внутрішньому секторі та сприятливим для економіки України зовнішнім середовищем у 2016 році дійсно знизив темпи інфляції та дозволив центральному банку відзвітуватися про результативність монетарної політики в Інфляційному звіті за січень 2017 року [9].

З іншого боку, таргет грудня 2017 року не був досягнутий, а ІСЦ кінця 2018 року має високу ймовірність також не виправдати сподівань (рис. 1). До того ж, інфляція зберігається на вищому рівні, ніж у період до кризи 2014–2015 років.

Згідно з інфляційним звітом за січень 2018 року, невідповідність фактичного прискорення інфляції встановленому таргету (13,7% проти таргетованого діапазону 6–10%) відбулася через дію чинників, на які інструменти монетарної політики не мають впливу. Зокрема, на показниках інфляції суттєво позначилися сезонні фактори, скорочення пропозиції окремих овочів та фруктів через несприятливі погодні умови в першій половині року, нестабільну ситуацію у тваринництві, зростання світових цін та зовнішнього попиту на вітчизняні продукти харчування (передусім м'ясні та молочні), підвищення світових цін на нафту. Крім того, дається зв'язок суттєвий вплив адміністративних факторів у 2017 році – підвищення мінімальної заробітної плати, пенсій і, відповідно, відновлення споживчого попиту. Ці явища яскраво відобразилися у зростанні показника базової інфляції до 9,5% порівняно з 5,8% у 2016 році [11].



Рис. 1. Динаміка ІСЦ (до відповідного місяця попереднього року, %) та короткострокові цілі Національного банку України

Джерело: складено на основі [10]

Таким чином, з огляду на суттєвий вплив факторів, які знаходяться поза компетенцією монетарної політики, прискорення інфляції у 2017 році та невідповідність фактичних показників ІСЦ на кінець року встановленим цілям можна вважати тимчасовими викликами режиму таргетування інфляції в Україні. Національний банк зміг вчасно зреагувати на ці виклики та з четвертого кварталу 2017 року став проводити більш жорстку монетарну політику, підвищивши облікову ставку до 14,5% задля зменшення інфляційних ризиків, що сприяло пониженьню інфляції у 2018 році.

Станом на кінець третього кварталу 2018 року ІСЦ мав стійку тенденцію до спаду, про що Національний банк відзвітувався у жовтневому звіті, зазначаючи можливість зростання інфляції до кінця року і високий ризик її невідповідності таргету. Таким чином, регулятор визначив орієнтовний показник інфляції на кінець 2018 року на рівні 10,1%, що вище від попереднього липневого прогнозу (8,9%) на 1,2% і перевищує діапазон таргету на 4,1% [12].

Як можна помітити, прогнозована невідповідність таргету у грудні 2018 році зростає проти грудня 2017 року, коли перевищення становило 3,7%. Тобто можна зробити припущення про можливе накопичення похибки, що може відобразитися й у грудні 2019 року.

Для стримування інфляції з кінця жовтня 2017 року Національний банк переходить до жорсткої монетарної політики через підвищення облікової ставки (з 12,5% на кінець 2017 року до 18,0% на кінець 2018 року). Зростання облікової ставки, з одного боку, уповільнює інфляцію й подальше зростання цін, а з іншого – безпосередньо впливає на зростання вартості грошей, стримує кредитування економіки, а отже, й економічне зростання.

Для узагальнення тенденції у темпах інфляції після впровадження режиму інфляційного таргетування, оцінки показників ІСЦ на кінець

2018 року та огляду можливого сценарію виконання визначеного таргету було здійснено апроксимацію функції зміни ІСЦ залежно від часу за допомогою методу найменших квадратів. Отримана модель (1) має високий коефіцієнт детермінації  $R^2=0,86$ , що допускає її використання для прогнозів на короткий період.

$$ІСЦ=0,0003t^4-0,0137t^3+0,1335t^2-0,0855t+13,1426, (1)$$

де ІСЦ – індекс споживчих цін у визначений місяць проти відповідного місяця минулого року,  $t$  – номер місяця починаючи з січня 2017 року.

За трендом обраної моделі ІСЦ у грудні 2018 року становитиме 10,6%, що дещо вище прогнозу Національного банку і вказує на суттєвіше невиконання таргету.

Безумовно, систематичне суттєве перевищення вказаних таргетів є ризикованим та може знижувати довіру до Національного банку, проте незначна невідповідність прогнозованим показникам все ж допускається за режиму таргетування інфляції, який до того ж упроваджується в Україні доволі ефективно з огляду на зниження темпів інфляції та, що є визначальним, інфляційних очікувань (див. рис. 2). За результатами опитувань НБУ, GfK важливим чинником, що зменшив ризик втрати довіри населення у період невиконання оголошених таргетів інфляції, є регулярна звітність Національного банку й уточнення власних прогнозів.

Проте низькі темпи інфляції не повинні бути самоціллю, адже головною метою економічної політики є досягнення стабільних темпів економічного зростання, а стабільність цін лише повинна сприяти цьому. Але, згідно з теорією, є компроміс між високою інфляцією та високим рівнем економічного зростання, з одного боку, або нижчою інфляцією та нижчою продуктивністю – з іншого. Тому питання щодо доцільності переходу до інфляційного таргетування та визначення тар-

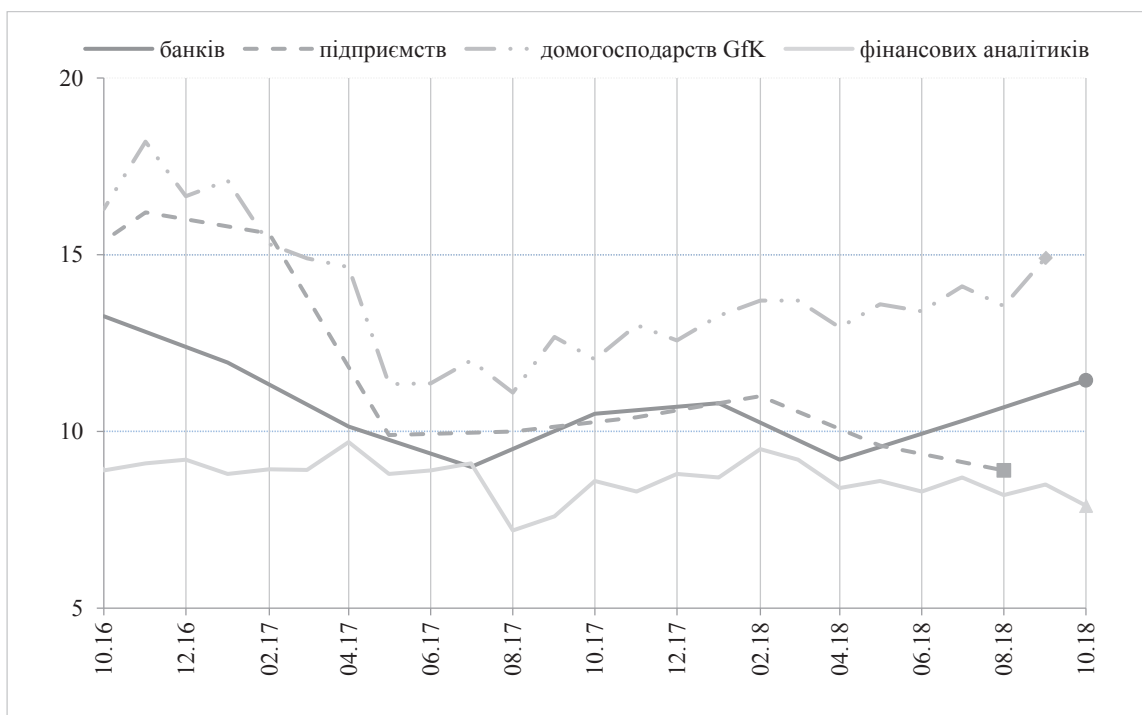


Рис. 2. Динаміка інфляційних очікувань протягом жовтня 2016–2018 рр.

Джерело: складено на основі [3]

гетів інфляції все ще залишається дискусійним. Якщо центральний банк намагається зберегти інфляцію на стабільному низькому рівні, то це може зменшити темпи зростання ВВП, привести до росту безробіття. За таких умов варто зважено ставитися до розрахунку таргетів та враховувати як теоретичні надбання, так і емпіричний досвід інших країн.

Якщо розглянути поквартальну динаміку зміни реального ВВП щодо відповідного кварталу попереднього року, то можна помітити, що фаза впровадження режиму таргетування інфляції у 2016 році збіглася у часі з періодом реабілітації після кризи 2014–2015 років і характеризувалася швидким зростанням. Водночас варто відзначити, що після реалізації першого таргету у грудні 2016 року темпи економічного зростання суттєво стабілізувалися, допускаючи коливання у діапазоні від 2,2% до 2,8%, і максимально зросли внаслідок інфляційних процесів у середині 2018 року до 3,8% (рис. 3).

Таким чином, перехід до режиму інфляційного таргетування не можна однозначно назвати ключовим фактором зниження темпів інфляції та стабілізації темпів економічного зростання і стану економіки загалом, але не варто нехтувати очевидними позитивним впливом цього явища на економіку України.

Висновки і пропозиції. Таргетування інфляції є одним із найбільш поширених у світі режимів

монетарної політики, що довів на практиці власну ефективність та результативність. Його використовують центральні банки 35 країн світу, а з 2016 року – і Національний банк України. Важливою передумовою такої популяризації цього режиму є визнання у міжнародній спільноті інфляційних очікувань ключовим фактором, що впливає на динаміку цін зокрема та на темпи економічного зростання загалом.

Сутність інфляційного таргетування полягає у публічному оголошенні цілей інфляції на середньострокову та короткострокову перспективи з активізацією діяльності центрального банку з досягнення встановлених цілей. Цей режим монетарної політики зумовлює її прозорість, відкритість, вимагає від центрального банку звітності перед суспільством та зваженості рішень, які обов'язково повинні ґрунтуватися на якнайбільшому обсязі оброблених даних та використанні сучасних економіко-математичних методів.

Основною ціллю таргетування інфляції є зниження волатильності цін і, як наслідок, забезпечення стабільних темпів економічного зростання. Діяльність Національного банку з 2016 року показує, що в Україні цей режим дійсно є дієвим, незважаючи на певні труднощі із досягненням встановлених таргетів. Тому подальше застосування та модифікація цього режиму в умовах економіки України є необхідними для забезпечення стабільності цін та темпів економічного зростання.

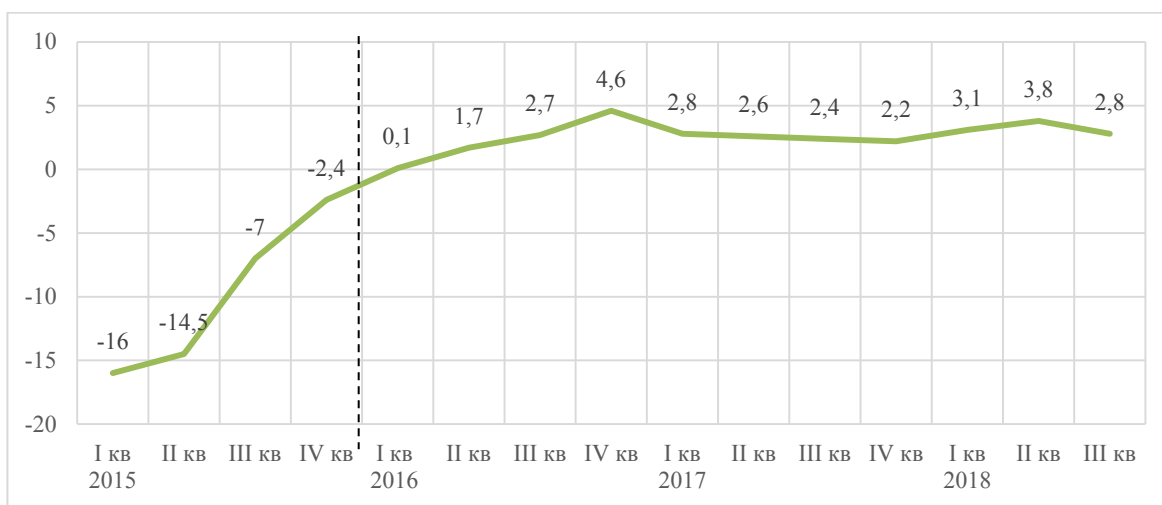


Рис. 3. Зміна реального ВВП (у % до відповідного кварталу попереднього року)

Джерело: складено на основі [10]

#### Список використаних джерел:

- Bernanke B. Inflation targeting: Lessons from the international experience. URL: <https://press.princeton.edu/titles/6380.html>
- Mishkin Frederic S. Inflation Targeting in Emerging-Market Countries. *The American Economic Review*. 2000 May. Vol. 90. № 2. P. 105–109.
- Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
- Lavigne R., Mendes Rhys R., Sarker S. Inflation Targeting: The Recent International Experience. *Bank of Canada Review*. 2012. Spring. P. 16–28.
- Mankiw G. What Measure of Inflation Should a Central Bank Target? URL: <https://scholar.harvard.edu/mankiw/publications/what-measure-inflation-should-central-bank-target>
- Карчева Г.Т., Огієнко В.І., Кулик С.Ю. Таргетування інфляції: проблеми і перспективи впровадження в Україні. *Вісник Університету банківської справи*. 2015. № 2. С. 8–15.
- Naumenkova S., Maluyutin O., Mishchenko S. Transition to inflation targeting in ukraine: new tools for monetary policy. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv*. 2015. № 1. С. 31–39.
- Постанова НБУ Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=20985224&cat\\_id=68677](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=20985224&cat_id=68677)
- Інфляційний звіт за січень 2017 року: НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43401297>
- Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>
- Інфляційний звіт за січень 2018 року. НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63442010>
- Інфляційний звіт за жовтень 2018 року НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=80865521>

**Красота Е. В.**  
**Аладько Я. Ю.**

Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко

## ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ КАК ОПТИМАЛЬНЫЙ РЕЖИМ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

### **Резюме**

Исследованы теоретические и практические вопросы экономической сущности и целей инфляционного таргетирования как оптимального режима монетарной политики в период преодоления негативных последствий рецессии. На примере стран-таргетеров инфляции показана взаимосвязь между темпами экономического роста и уровнем инфляции. Проанализированы предпосылки и перспективы внедрения режима инфляционного таргетирования в Украине.

**Ключевые слова:** монетарная политика, монетарный режим, инфляция, инфляционное таргетирование, инфляционные ожидания, центральный банк.

**Krasota O. V.**  
**Aladko Y. Y.**

Taras Shevchenko National University of Kyiv

## INFLATION TARGETING AS THE OPTIMAL REGIME OF MONETARY POLICY

### **Summary**

The theoretical and practical aspects of the economic essence and goals of inflation targeting as the optimal regime of monetary policy during the period of overcoming negative consequences of the recession were investigated. The relationship between economic growth and inflation is illustrated by the example of inflation targeting countries. The preconditions and prospects for implementing the inflation targeting regime in Ukraine are analyzed in the article.

**Key words:** monetary policy, monetary regime, inflation, inflation targeting, inflation expectations, central bank.