ОЦІНКА ПЕРСПЕКТИВ ПІДВИЩЕННЯ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ У КОНТЕКСТІ ВИРІШЕННЯ БОРГОВОЇ ПРОБЛЕМИ

UKRAINE'S FOREIGN EXCHANGE MARKET UPCOMING LIBERALIZATION AS A MATTER OF DEBT PROBLEM SETTLEMENT

Сергій ШВЕЦЬ,
кандидат економічних наук,
Інститут економіки та прогнозування НАН України, Київ

Sergiy SHVETS',
PhD in Economics,
Institute for Economics and Forecasting, Ukrainian NAS, Kyiv

Враховуючи загострення боргової проблеми у зв'язку з посиленням дисбалансів у бюджетній і зовнішньоекономічній сферах, які потребують залучення внутрішніх і зовнішніх джерел запозичення коштів, налагодження співпраці України з МВФ у рамках поновлення програми Stand-by є необхідною умовою досягнення намічених макроорієнтирів розвитку економіки у короткостроковій перспективі. У даному аспекті виконання однієї з вимог МВФ, яка стосується підвищення рівня лібералізації валютної політики з метою запобігання подальшому зменшенню міжнародних резервів країни та врівноваження рахунку поточних операцій, є першочерговим завданням, яке потребує вирішення в найкоротші строки. Приймаючи до уваги монетарне пом'якшення у вигляді очікуваного прискорення річних темпів зростання споживчих цін до 4,8%, яке закладено при формуванні державного бюджету України на 2013 рік, та значний обсяг сукупних виплат держави за суверенним боргом (близько 14 млрд. дол. США у 2013 році, з яких 4 млрд. дол. США припадають на обслуговування), виникає висока ймовірність взаємного впливу валютних коливань і нетривких цінових збурень на ринку споживання, які складно буде згладжувати коштом виключно адміністративного важеля управління. Враховуючи означені моменти, виникає необхідність пошуку ефективних регуляторів коригування валютної політики в умовах посилення боргового навантаження на економіку України.

Вивченню питань, пов'язаних із дослідженням проблем курсоутворення, присвячено роботи багатьох вітчизняних та іноземних економістів.

Питання курсоутворення, які досліджуються науковцями, здебільшого базуються на вивченні взаємозв'язку валютного курсу з однією із макрозмінних, рідше – в розрізі поєднання декількох макроекономічних показників. Метою написання статті є пошук чинників курсоутворення у площині взаємовпливу посилення боргового навантаження на економіку й зростання інфляції.

Загальна динаміка формування сукупних боргових зобов'язань країн світу має висхідний тренд. З початку XX століття темпи зростання боргу суттєво зросли. Науковці пов'язують це переважно зі збільшенням розміру сектору загальнодержавного управління (ЗДУ)[1]. Проведені дослідження із залученням тринадцяти економічно розвинених країн світу довели, що середній розмір питомої ваги боргових зобов'язань по відношенню до ВВП у 1913 році в середньому становив 12%, у 1990 – 43%, а на початку XXI століття впритул наблизився до позначки 110% [1, с. 8; 2, с. 71].

Прискорення темпів зростання боргів стало однією з причин перебігу низки криз у світовій економіці, започаткованих із кінця минулого століття. Насамперед це стосується суверенних боргових зобов'язань держав, що активізувало проблеми розбалансування державних фінансів і посилило негативні структурні зміни у розрізі інституційних секторів.

Збільшення впливу боргового навантаження на економіку тісно пов'язано з корекцією детермінанти формування основних макроіндикаторів за допомогою використання ефекту трансмісійного переносу керованої дії одних регуляторів на інші. У даному аспекті найбільш уживаним інструментом є механізм монетарної трансмісії. Дане економічне явище включає, за різними оцінками, щонайменше п'ять основних каналів прояву, а саме: зміну процентної ставки, валютного курсу, вартості активів, обсягу монетарних агрегатів і варіацію очікувань бізнесу щодо коригування монетарної політики [3, с. 3-6].

Тематика статті передбачає звуження дослідження зазначеного вище переліку монетарних каналів до розгляду трансмісійних зрушень шляхом зміни валютного курсу. Одним із проявів даного трансмісійного механізму є взаємозв'язок зміни валютного курсу та інфляції через так званий ефект переносу валютного курсу (англ.: exchange rate pass-through). Економічна сутність вказаного ефекту полягає в перенесенні впливу валютних коливань на зміну рівня цін в економіці країни.

Аналіз досліджень, проведених різними авторами, щодо особливостей прояву ефекту переносу валютного курсу в економіках країн світу в підсумку можна звести до таких основних моментів [4; 5; 6; 7]:

1. Асиметричність ефекту переносу, тобто знецінення національної грошової одиниці має більший вплив на рівень цін, ніж при зворотному процесі.
2. Лаг реагування зміни рівня цін у відповідь на коливання валютного курсу знаходиться в межах короткострокового часового інтервалу (12 місяців).
3. Поряд із загальносвітовою тенденцією щодо зменшення дії ефекту переносу у країнах, які відносяться до ринків, що формуються, має місце підвищений рівень впливу зміни валютного курсу на інфляцію.
4. Зростання впливу ефекту при збільшенні темпів інфляції та послаблення останнього – при зростанні обсягу інтервенцій центрального банку.
5. Залежність ефекту переносу від встановленого у країні режиму валютного курсу та від використання монетарної політики інфляційного таргетування.

Підвищення лібералізації валютної політики в Україні передбачає відхід від жорсткого утримання значення валютного курсу до більш гнучкої позиції. Враховуючи накопичений девальваційний потенціал завдяки дії дисбалансів у бюджетній і зовнішньоекономічній сферах, підвищення волатильності валютного курсу очікувано має більші шанси поступового зсуву середньої точки валютних коливань у бік знецінення національної грошової одиниці. Тому прояв асиметричності ефекту переносу валютного курсу навіть при незначній девальвації в Україні може призвести до непрогнозованого підвищення темпів зростання інфляції.

Враховуючи максимальний дванадцятимісячний часовий інтервал реакції зміни інфляції у відповідь на зміну валютного курсу, дослідження вказаного явища необхідно проводити у короткостроковому вимірі. Крім того, оскільки Україна відноситься до групи країн з ринками, що формуються, сила прояву ефекту переносу валютного курсу на інфляцію може мати більш негативні наслідки.

З огляду на намічену в Україні тенденцію щодо зниження темпів інфляції протягом останніх двох років на останньому пункті перелічених моментів ефекту переносу валютного курсу слід зупинитися більш детально. Справа в тому, що монетарна політика Національного банку України (НБУ), яка проводиться останнім часом, наближається до критеріїв відповідності інфляційному таргетуванню за умови збереження таргетування валютного курсу [8]. Світовий досвід заперечує можливість та доцільність формування монетарної політики, яка відповідає орієнтирам дотримання двох критеріїв одночасно. Більше того, практична

Обґрунтовано взаємозв'язок між державним боргом України, валютним курсом та інфляцією. Визначено фактори курсоутворення в короткостроковому аспекті причинно-наслідкових зв'язків. Проведено сценарну оцінку еластичності зміни валютного курсу та інфляції відносно зміни обсягів внутрішнього державного боргу у 2013 році.

The interrelation between sovereign debt, exchange rate and inflation are validated in Ukraine. The short-term factors of exchange rate determination are rated in cause-effect principles. The elasticity of exchange rate as well as inflation to internal public debt is evaluated by scenic modelling in 2013.

сторона вивчення питання вказує на поступову відмову економік розвинених країн від таргетування валютного курсу до таргетування рівня цін [7]. Розширення межі валютної волатильності поряд зі встановленням суворих обмежень на темпи інфляції стало результатом розвитку глобалістичних тенденцій у світі, які прискорили темпи обміну факторами виробництва та нівелювали кордони економічних територій процесів відтворення даних факторів.

У відповідь на розгортання низки криз, починаючи з кінця минулого століття, цільові параметри таргетування валютного курсу та інфляції продемонстрували незадовільну ефективність застосування, що спонукало науковців до пошуку нових інструментів макростабілізації. Результати досліджень з даної тематики стали предметом розробки й розвитку нової парадигми у сфері макрорегулювання – так званої макропрудентної політики (англ.: macroprudential policy), яка базується на дотриманні балансу цільових орієнтирів у розрізі окремих макроіндикаторів [9]. Сутність даної економічної політики включає використання щонайменше трьох ключових критеріїв, а саме:

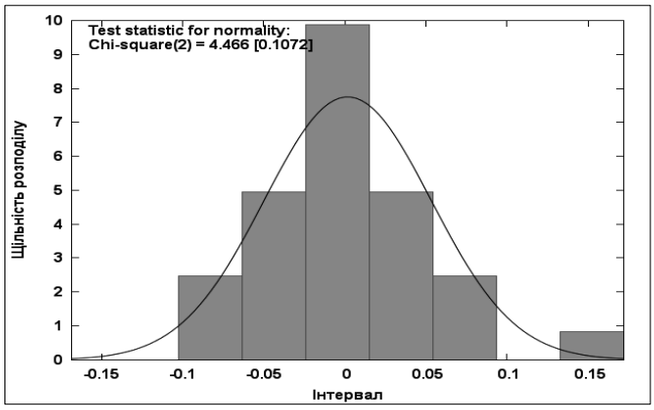
- ❑ циклічності прояву й динаміки зміни ринку капіталу;
- ❑ функціонування ринку запозичень у розрізі співвідношення вартості кредитів і доходів на борговий капітал;
- ❑ адміністрування потоків капіталу.

Досвід застосування макропрудентної політики ще не має широкої практики для підтвердження або спростування результатів апробації на фактичних даних. Проте необхідність кардинального перегляду підходів до формування економічної політики в умовах перманентної дії кризових шоків є безапеляційною альтернативою сучасного менеджменту на макрорівні. З огляду на вищевказане пролонгація використання існуючих засад грошово-кредитної політики в Україні є сумнівною, враховуючи зростання державного боргу й намічене коригування монетарної політики у бік стимулювання, починаючи з 2013 року.

Посилення розбалансування розвитку сфери зовнішньої торгівлі через переважання обсягів імпорту над експортом товарів і послуг четвертий рік поспіль є одним із чинників зменшення міжнародних резервів країни, що негативно впливає на спроможність основного грошового регулятора забезпечувати стабільність курсоутворення на валютному ринку. Завищена ціна на основний енергетичний ресурс – газ, а також неспроможність у відносно короткі строки реалізувати виконання програми енергозбереження послаблюють позиції України в конкурентній боротьбі за споживача на зовнішньому й внутрішньому ринках, провокуючи загострення боргової проблеми. Зволікання з вирішенням останньої є серйозним викликом для держави у світлі реалізації намічених реформ з активізації розвитку економіки на 2013–2014 роки[2].

На курсоутворення в Україні впливає ще одна проблема – розбалансування державних фінансів. Сповільнення промислової динаміки, яке спостерігається починаючи з другої половини 2012 року, негативно впливає на економічне зростання, що призводить до скорочення доходної частини бюджету у відповідь на зменшення розмірів об'єкта оподаткування. Спроби зведення балансу між доходною та витратною частинами бюджету не знаходять іншого вирішення, окрім пошуку нових джерел запозичення коштів на внутрішньому й зовнішньому ринках капіталу. Проте все частіше через неможливість отримання відносно дешевих позичкових ресурсів Україна вдається до залучення боргів під більш

Рис. 1. **Графік дисперсії залишків регресії обрахунку зміни курсу обміну гривні до долара США**



Джерело: власні розрахунки автора.

Таблиця 1. **Основні економетричні характеристики регресії (1)**
МНК, часовий вимір спостережень: 2005:3-2013:1 (31 спостереження)

Коефіцієнт детермінації	0,60	Середня квадратична похибка регресії	0,05
F-статистика (3, 28)	13,88	Коефіцієнт DW (Дарбіна-Уотсона)	1,90

високі відсоткові ставки. Ситуація з формуванням боргових зобов'язань держави виглядає такою, що нові борги використовуються на покриття лише поточних виплат (включаючи відсотки), а загальний обсяг заборгованості перед зовнішніми й внутрішніми кредиторами продовжує зростати дедалі швидшими темпами.

З метою пошуку чинників курсоутворення в Україні шляхом використання економетричного інструментарію методом багатофакторного моделювання проведено оцінку зміни курсу обміну гривні до долара США у короткостроковому вимірі. При формуванні переліку змінних для моделювання насамперед приділено увагу фактичним даним утворення дисбалансу у зовнішньоекономічній і бюджетній сферах, а також негативним наслідкам даного процесу, що проявляється в збільшенні розміру боргового навантаження на економіку країни. З-поміж факторів, які було обрано до розгляду в рамках чинної моделі, використано вартість експортно-імпортних операцій, обсяг доходів і видатків державного бюджету, а також складові елементи утворення внутрішнього і зовнішнього державного боргу.

У рівнянні (1) подано результати багатофакторного економетричного моделювання зміни значення курсу обміну гривні до долара США. Рівняння (1) відноситься до залежностей нелінійного типу. У **табл. 1** наведено його основні економетричні характеристики, які вказують на помірну вірогідність залежності, цілком прийнятну для використання в дослідженні.

$$\Delta Exch_{RATE} = \Delta Export_{GDPr}(-1)^{-0,307} \times \Delta Budget_{EXPr}(-1)^{0,186} \times \Delta DebtBond_{INTr}{}^{0,165}, \quad (1)$$

(-4,462)[3] (4,502) (5,423)

де $\Delta Exch_{RATE}$ – відношення курсу обміну гривні до долара США середньозважене за квартал до попереднього періоду;

$\Delta Export_{GDPr}(-1)$ – відношення обсягу експорту товарів і послуг (за даними розподілу кінцевого використання ВВП системи національних рахунків) у цінах 2007 року до попереднього кварталу із лагом запізнення один квартал;

$\Delta Budget_{EXPr}(-1)$ – відношення обсягу видатків і фінансування державного бюджету України з урахуванням погашення у цінах 2007 року до попереднього кварталу із лагом запізнення один квартал;

$\Delta DebtBond_{INTr}$ – відношення обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів у цінах 2007 року до попереднього кварталу.

Згідно з отриманими результатами економетричного моделювання головними факторами, які впливають на формування курсу обміну гривні до долара США в Україні протягом останніх восьми років, є експорт товарів і послуг, видатки державного бюджету і внутрішній державний борг. Підтвердженням правильності відбору факторів моделювання зміни валютного курсу є графік розподілу похибки регресії, який дуже наближений до теоретичної кривої дисперсії (**рис. 1**).

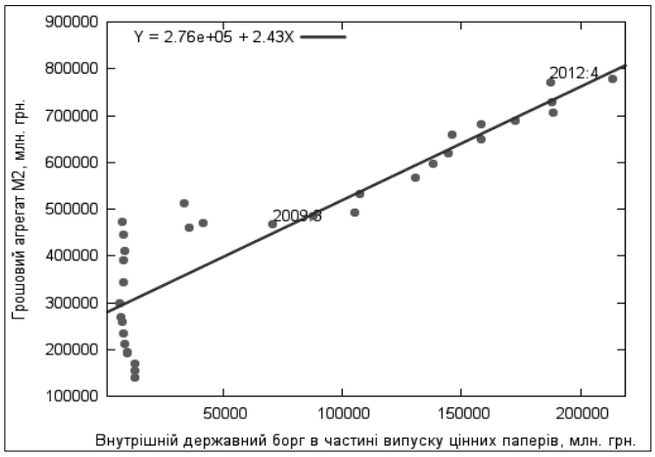
Серед чинників курсоутворення, які є незалежними змінними рівняння (1), привертають увагу два показники: зміна розміру бюджетних видатків і внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів. Левову частину даних цінних паперів становлять облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Оскільки частина видатків державного бюджету фінансується через покриття дефіциту бюджету шляхом утворення боргів, то має місце причинно-наслідковий взаємозв'язок формування цих макрозмінних. Результатом використання внутрішнього боргового ресурсу в Україні є фінансування видаткової частини бюджету (із квартальним лагом згідно з результатами моделювання), тобто обидва показники є такими, що відповідають за кількісні параметри розвитку сектора ЗДУ. Визначена в такий спосіб активна позиція сектора ЗДУ щодо впливу на формування валютного курсу дещо відрізняється від основних функцій, притаманних даній інституційній одиниці. Наразі *спостерігається перетягування бюджетною сферою частини повноважень НБУ щодо впливу на регулювання валютного ринку.*

It looks like the budget sector is delegating itself a bit of authority of the Central Bank of Ukraine to produce an impact on the currency market regulation.

Крім того, борговий баласт, який фактично є рушійним важелем порушення балансу між обсягом пропозиції національної грошової одиниці в країні та доларом США, врівноважується за допомогою валютних інтервенцій НБУ, що негативно позначається на розмірі міжнародних резервів країни.

Вплив зміни обсягу видатків і кредитування державного бюджету України з урахуванням погашення на курсоутворення має також ще один важіль

Рис. 2. **Залежність обсягу грошового агрегату М2 від обсягу внутрішнього державного боргу України в частині цінних паперів**



Джерело: Національний банк України [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://bank.gov.ua/ та власні розрахунки автора.

причинно-наслідкового зв'язку. Справа в тому, що розмір видатків залежить від обсягу не тільки профінансованого дефіциту, а й доходної частини бюджету. Джерелом наповнення державної казни є податки. Зростання доходів бюджету шляхом підвищення рівня оподаткування в економіці негативно позначається на фінансових можливостях реального сектора щодо розширення обсягів виробництва. Зменшення виробництва у короткостроковій перспективі провокує зростання рівня цін, у тому числі вартості іноземної валюти, що послаблює позиції національної грошової одиниці на валютному ринку.

Враховуючи отримані кількісні співвідношення між залежною й незалежними змінними у рівнянні (1), за умови збереження чинної валютної політики у короткостроковому періоді можна констатувати, що:

- у випадку двократного перевищення темпів зростання обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів відносно темпів зростання вартості експорту товарів і послуг у попередньому кварталі в реальному вимірі відбувається послаблення позицій національної грошової одиниці;
- кожний відсоток зростання обсягу видатків і кредитування державного бюджету України за вирахуванням погашення в реальному вимірі із лагом запізнення один квартал за незмінності інших умов є чинником збільшення значення курсу обміну гривні до долара США на 0,2%;
- кожний відсоток зростання внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів у реальному вимірі за незмінності інших умов призводить до збільшення значення курсу обміну гривні до долара США приблизно на 0,2%.

Підсумовуючи аналітичні результати кількісної оцінки рівня впливу чинників зміни значення валютного курсу, можна стверджувати, що для *запобігання неконтрольованому знеціненню гривні поряд із зростанням експорту має відбуватися зниження темпів нарощення внутрішніх боргових зобов'язань держави.* Крім того, *за умови, коли запозичені на внутрішньому ринку кошти використовуються виключно для фінансування розриву між доходною й видатковою частинами державного бюджету України, це також призводить до знецінення національної грошової одиниці.*

It is government internal debt of Ukraine to decrease in growth rate along with export growth for preventing the Hryvnia uncontrollable devaluation. The value of national currency is falling when the government internal debt fund is used for budget deficit financing.

Для оцінки ефекту переносу зміни валютного курсу в Україні з урахуванням посилення боргової проблеми доцільно провести дослідження чинників формування інфляції, серед яких особливу увагу слід приділити борговому важелю впливу на рівень цін. Згідно з практикою визначення інфляції на зміну ІСЦ у загальному випадку чинять вплив раціональні очікування майбутніх цінових коливань, монетарні (економічні) й цінові (адміністративні) фактори. До монетарних факторів впливу на темпи інфляції в економіці відноситься зміна обсягу монетарних агрегатів. Перелік цінових факторів формування ІСЦ включає використання адміністративних інструментів регулювання споживчого кошика, а саме: зміну комунальних тарифів, вартості соціально захищених позицій продуктів харчування, цін на пальне тощо. Оскільки адміністративне ціноутворення має нерегулярний характер (останнім часом присутня ще й політична складова), дану групу показників при моделюванні було вилучено з переліку факторів моделювання інфляції.

Беручи до уваги той факт, що одним із чинників курсоутворення (згідно з результатами економетричного моделювання зміни значення курсу гривні до долара США) є зміна обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів, проведено оцінку взаємозв'язку даного показника з обсягом пропозиції грошової маси в Україні. На **рис. 2** наведено графік залежності монетарного агрегату М2 від обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів. З графіка видно, що, починаючи з третього кварталу 2009 року, спостерігається майже лінійна залежність вищевказаних показників між собою. Даний факт наочно підкреслює борговий чинник впливу на формування пропозиції грошей в економіці України через транзитивний механізм фінансування дефіциту бюджету. Кошти, які надходять з фондового ринку капіталу, природа яких має боргове походження, через фінансування розриву між доходною й видатковою частинами бюджету переважно використовуються на поточне споживання (питома вага капітальних видатків державного бюджету України у 2012 році становила близько 7,4%).

У кореляційно-регресійному рівнянні нелінійного типу (2) подано результати економетричного багатофакторного моделювання зміни ІСЦ. Рівняння отримано на основі використання методу найменших квадратів (МНК). Основні економетричні характеристики регресії подано в **табл. 2**. Окремо в **табл. 3** наведено матрицю парних коефіцієнтів кореляції змінних рівняння (2) для підтвердження відсутності ефекту мультиколінеарності.

$$\Delta CPI_{INDEX} = \underset{(7{,}843)^4}{\Delta M2(-1)^{0{,}402}} \times \underset{(3{,}590)}{\Delta DebtBond_{INTn}(-2)^{0{,}044}}, \quad (2)$$

де: ΔCPI_{INDEX} – відношення ІСЦ (база IV квартал 2004 року) до попереднього кварталу;

ΔM2(-1) – відношення обсягу грошового агрегату М2 у цінах поточного періоду до попереднього кварталу із лагом запізнення один квартал;

$\Delta DebtBond_{INTn}(-2)$ – відношення обсягу внутрішнього боргу України у частині цінних паперів у цінах поточного періоду до попереднього кварталу із лагом запізнення два квартали.

Результати економетричного моделювання зміни ІСЦ вказують на виражену боргову природу формування інфляції в Україні. *Зміна обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів із запізненням в один квартал робить внесок у зміну грошового агрегату М2, що разом на 70% визначає темпи інфляції в країні.*

Inflation rate is determined of 70% by M2 fluctuation that is a result of public internal debt varying in the past quarter.

У разі використання боргового джерела покриття дефіциту державного бюджету частково на акумулювання інвестиційного ресурсу виробництва вплив зростання внутрішнього боргу на зміну ІСЦ був би більш помірним.

З метою прорахунку взаємовпливу зміни валютного курсу та інфляції у відповідь на зміну обсягу внутрішнього державного боргу автором проведено моделювання економічного сценарію розвитку подій у 2013 році під дією вказаних факторів. Модель побудовано на основі використання нелінійних регресій (1) і (2). Вихідним параметром при моделюванні обрано зміну обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів.

Згідно з Програмою управління державним боргом на 2013 рік[5] на внутрішньому ринку України буде зроблено запозичень на суму близько 92,863 млрд. грн., або 68,5% від загальної їх суми. Очікуване значення збільшення обсягу вну-

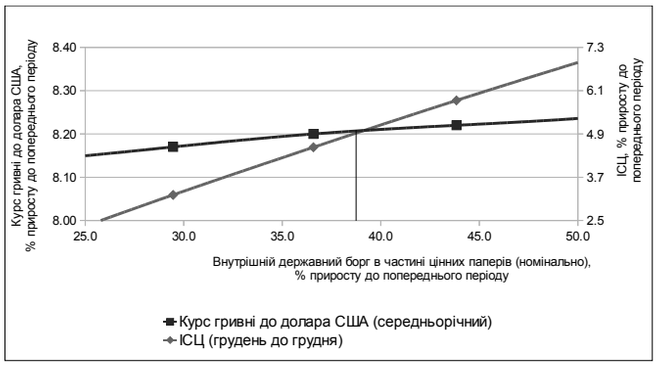
Таблиця 2. **Основні економетричні характеристики регресії (2)**
МНК, часовий вимір спостережень: 2005:4-2013:2 (31 спостереження)

Коефіцієнт детермінації	0,70	Середня квадратична похибка регресії	0,02
F-статистика (2, 29)	33,44	Коефіцієнт DW (Дарбіна-Уотсона)	1,95

Таблиця 3. **Матриця парних коефіцієнтів кореляції змінних рівняння (2)**
Часовий вимір спостережень: 2005:1 — 2013:2

	ΔCPI_{INDEX}	ΔM2	$\Delta DebtBond_{INTn}$
ΔCPI_{INDEX}	1.0000	0.1526	0.1819
ΔM2		1.0000	-0.1043
$\Delta DebtBond_{INTn}$			1.0000

Рис. 3. **Моделювання взаємозв'язку зміни валютного курсу та інфляції від зміни обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів у 2013 році**



Джерело: власні розрахунки автора.

трішнього державного боргу в частині цінних паперів упродовж 2013 року має становити 71,241 млрд. грн., або 38,04% приросту до 2012 року. Слід зазначити, що розподілення внутрішніх і зовнішніх боргових зобов'язань в Україні до 2013 року формувалося відповідно до пропорції 50%:50%. Враховуючи результати моделювання зміни курсу обміну гривні до долара США (1), зміщення структури боргового навантаження у бік зростання питомої ваги внутрішніх запозичень підсилює ймовірність знецінення гривні в умовах, що склалися.

Результати проведення сценарної оцінки залежності зміни курсу обміну гривні до долара США та інфляції у 2013 році залежно від зміни внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів наведено на **рис. 3**. При моделюванні враховано програмні орієнтири значення валютного курсу та інфляції, закладені при розробці бюджету на 2013 рік, які зведено в точці перетину двох кривих, що продукують наочне відтворення залежностей.

За результатами моделювання можна зробити такі висновки:

❑ наявність прямої залежності між збільшенням внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів і зростанням значення валютного курсу та темпів інфляції;

❑ під дією зміни обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів відбувається зміна ІСЦ більш високими темпами (коефіцієнт еластичності 0,168) по відношенню до зміни значення курсу обміну гривні до долара США (коефіцієнт еластичності 0,003);

❑ критичні межі зростання обсягу внутрішнього державного боргу, які відповідають встановленому урядом коридору валютних коливань від 8,0 до 8,2 грн./дол. США, знаходяться відповідно в межах від 5% до 38%.

Визначені кількісні параметри взаємозв'язку валютного курсу та інфляції є пороговими значеннями, які, проте, можуть отримати більш розширені межі впливу показників один на одного. В економіці України є й інші фактори, які в разі порушення рівноваги між основними макрозмінними можуть стати каталізаторами прискорення дії дестабілізуючих шоків. Механізм перенесення зміни валютного курсу на зміну інфляції через зміну обсягу внутрішнього державного боргу опосередковано впливає на формування пропозиції кредитних ресурсів в економіці. Справа в тому, що тимчасово вільні кошти на ринку капіталу стають джерелом фінансування дефіциту державного бюджету України шляхом купівлі ОВДП і тим самим звужують потенціал реального сектору економіки щодо акумулювання інвестиційного ресурсу через залучення кредитів. Дане економічне явище, враховуючи сповільнення економічної динаміки через рецесію у промисловості, зменшує стартові можливості держави у програмних заходах з протидії розвитку негативних процесів у виробництві.

ВИСНОВКИ

Проведений економетричний аналіз визначення чинників формування зміни значення валютного курсу в Україні в короткостроковій перспективі довів, що найбільш впливовими факторами курсоутворення є зміна вартості експорту товарів і послуг, обсягу видатків і кредитування державного бюджету України за вирахуванням погашення й внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів. Результати сценарної варіації моделювання зміни значення валютного курсу, темпів інфляції та обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів у 2013 році продемонстрували наявність прямої залежності між вказаними показниками. При цьому еластичність зміни інфляції стосовно зміни обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів виявилася у 50 разів вищою, ніж у випадку розрахунку аналогічної еластичності для показника міни значення курсу обміну гривні до долара США. Враховуючи означений момент, утримання рівня цін у межах закладеного орієнтиру при формуванні основного фінансового документу держави у 2013 році видається доволі складним завданням в умовах посилення бюджетного дисбалансу внаслідок сповільнення темпів економічного зростання.

The powerful impact factors of currency exchange determination in Ukraine as export, Government Expenditure with budget net credits and Public Internal Debt are determined by short-term econometric modeling. The direct rates of exchange rate, inflation and Public Internal Debt fluctuation are obtained by scenic modeling. The elasticity of inflation to Public Internal Debt is 50 times higher in comparison to elasticity of exchange rate to the same indicator. Taking into account the above mention note it is a difficult task to maintain the price level under control within declared fiscal guideline while reinforcing a budget misbalance.

З метою недопущення неконтрольованого послаблення позицій гривні на валютному ринку при реалізації Програми управління державним боргом на 2013 рік у поєднанні із заходами монетарного пом'якшення економіки України необхідно дотримуватися виконання наперед визначених умов, які полягають у наступному:

❑ не перетинати межу обсягу внутрішніх державних запозичень, які закладаються при формуванні бюджету, зважаючи на те, що даний фактор безпосередньо впливає на зміну значення валютного курсу, а особливо – на темпи інфляції;

❑ провести ревізію політики розподілу запозичених на внутрішньому й зовнішньому ринках капіталу коштів, зосереджуючи увагу на інвестиційному спрямуванні використання боргового ресурсу;

❑ на етапі програмної оцінки розміру необхідних запозичень у короткостроковому періоді враховувати той факт, що дворазове перевищення темпів зростання обсягу внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів над темпами зростання вартості експортних надходжень починає негативно впливати на співвідношення вартості гривні до вартості іноземних валют.

У подальших дослідженнях взаємозв'язку зміни валютного курсу та інфляції поряд із визначеними у статті факторами необхідно зосередити увагу на процесах формування інвестиційного ресурсу в економіці України та його опосередкованого впливу на основні макрозмінні.

ПОЯСНЕННЯ

[1] До XX століття зростання суверенних боргових зобов'язань країн світу було пов'язано виключно з війнами.

[2] Державна програма активізації розвитку економіки на 2013-2014 роки затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 27 лютого 2013 року № 187.

[3] У дужках подано значення t-статистики.

[4] У дужках подано значення t-статистики.

[5] Затверджена наказом Міністерства фінансів України № 277 від 21 лютого 2013 року.

ЛІТЕРАТУРА

1. Checherita C., Rother P. The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area / C. Checherita, P. Rother // European Central Bank. – Aug 2010. – Working Paper Series № 1237 – 40 с. [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf.

2. Fiscal Monitor. Fiscal Adjustment in an Uncertain World // Fiscal Monitor International Monitory Fund, Fiscal Adjustment in an Uncertain World. – April, 2013. – 93 с. [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/01/pdf/fm1301.pdf.

3. Loayza N., Schmidt-Hebbel K. Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms / N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel // Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies. – Central Bank of Chile. – Jan 2002. – V 4. – 475 с.

4. Mishkin F. S. Exchange Rate Pass-through and Monetary Policy / F.S. Mishkin // Speech delivered at the Norges Bank Conference on Monetary Policy «Jarle Bergo Colloquium: Globalisation and Monetary Policy». – Oslo, Norway. – 7 March 2008.

5. Korhonen L., Wachtel P. A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries / BOFIT Discussion Papers. – 2005. – No 2. – 26 с.

6. Добрынская В. В. Эффект переноса и монетарная политика в России: что изменилось после кризиса 1998 г.? // Экономический журнал ВШЭ. – 2007. – № 2. – С. 213–233.

7. Nogueira R. P. Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-through // Economia. Aplicada, Sao Paulo. – 2007.– Vol. 11, № 2. – С. 189-208 [Електронний ресурс]. – Доступний з: www.scielo.br/pdf/ecoa/v11n2/02.pdf.

8. Савченко Т. Г. Інфляційне таргетування в Україні: проблеми впровадження та перспективи застосування / Т. Г. Савченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – №1 (32). – С. 3-13.

9. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular / O. Blanchard, G. Dell'Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Discussion Note. – April 15, 2013. – 26 с. [Електронний ресурс]. – Доступний з: http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf.