

АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ВАЛЮТНО-ЦІНОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ НАПЕРЕДОДНІ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

ACTUAL ISSUES OF CURRENCY AND PRICE STABILITY IN UKRAINE ON THE EVE OF INFLATION TARGETING REGIME INTRODUCTION

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



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

Посилення курсових коливань поряд зі стрімким знеціненням гривні в Україні упродовж 2014 року стали одними з негативних факторів, що спричинили розгортання інфляційних процесів. Запровадження плаваючого валютного курсу на початку 2014, як планувалося, мало дати поштовх дієвим макробалансуючим процесам на рівні інституційних секторів та зменшити навантаження на міжнародні резерви, потужний ресурс яких для підтримки валютної стабільності на той час було майже вичерпано. Проте динаміка та характер валютних коливань, які відбуваються під впливом багатьох факторів, включаючи не тільки економічні, стали ключовим чинником формування негативного економічного тренду, що при знятті кризових процесів та зволіканні з проведенням економічних реформ набудатиме ознак стагнації.

У даному контексті покажемо вплив девальвації гривні на зростання цін в Україні, що спонукало уряд до перегляду термінів запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування (ІТ), введення якого заплановано на другу половину 2015 року.¹ Проблема впливу девальвації гривні на динаміку цін в Україні залишається однією з ключових у процесі розробки антикризових заходів, спрямованих на приборкання дестабілізуючих факторів та зміни негативного макроекономічного тренду на позитивний поступ економічного зростання.

Виразна актуальність проблеми забезпечення курсової стійкості напередодні запровадження режиму інфляційного таргетування в Україні вказує на необхідність проведення детальної оцінки взаємозв'язку валютного курсу й інфляції у розрізі факторів впливу на зміну вказаних макроекономічних індикаторів та проведення прогностичної оцінки їх динаміки у короткостроковому вимірі.

Монетарний режим інфляційного таргетування належить до заходів макростабілізації. Досягнення макростабілізації передбачає формування такої політики, яка послідовно і збалансовано наближає окремі макроіндикатори до їх економічно обґрунтованого цільового рівня. До таких індикаторів згідно з історичною хронологією в розрізі практичного досвіду використання відносяться: валютний курс, монетарні агрегати, інфляція та важелі макропруденційної політики. Дослідженням тематики пошуку та обґрунтування оптимальних цільових монетарних критеріїв прив'язки продуктивно займаються як вітчизняні, так і зарубіжні фахівці. Серед українських учених привертають увагу роботи С. Корабліна і О. Петрика.

С. Кораблін, зокрема, акцентує увагу на визначенні оптимальної інфляції в теоретичній і практичній площині. Для

цього використовуються допоміжні асоційовані елементи, такі як ефект «мастила» і ефект «піску». Вказані ефекти являють собою специфічні каталізатори зростання цін в умовах недосконалої конкуренції. Результируючий баланс між стимулюванням (ефект «мастила») і втратами (ефект «піску») є функцією оптимальної інфляції, яка має наблизитися до нульового значення [1, с. 27-33].

Інший відомий український економіст О. Петрик у своїх дослідженнях зосереджує увагу на перевагах та недоліках застосування імпліцитних та експліцитних монетарних режимів. Перший підхід передбачає використання імпліцитної цілі як інструменту монетарної політики без «номінального якоря» прив'язки. Другий підхід оперує поняттям експліцитних цілей, які передбачають використання монетарних режимів із різними таргетами прив'язки. До таких режимів належить курсове таргетування, монетарне таргетування і таргетування інфляції [2, с. 10-13].

Останнє десятиріччя минулого століття зафіксувало перехід більшості країн від курсового і монетарного до інфляційного таргетування. Зміна якоря прив'язки стала наслідком активізації руху капіталу у світі між економіками країн і регіонів з огляду на посилення глобалістських тенденцій завдяки розвитку науково-технічного прогресу у сфері засобів обміну та обробки інформації. ІТ передбачає декларування на офіційному рівні забезпечення цільових орієнтирів інфляції у визначених межах або переліку таких орієнтирів відповідно до терміну прогностичного горизонту, що в підсумку має гарантувати низький та стабільний рівень зростання цін у довгостроковій перспективі.

Найважливішою безпеліційною перевагою ІТ поряд із забезпеченням цінкової стабільності є підвищення транспарентності й довіри до центрального банку, що є результатом зваженого та прозорого регулювання економічних процесів при реалізації означеного монетарного режиму. Однією з вимог монетарного режиму ІТ є гнучкий валютний курс, що викликано обмеженнями одночасного використання окремих інструментів економічної політики згідно з теорією «трикутника невідповідності» (англ.: *Impossibility of the Holy Trinity*)². Останнє принципово унеможливіло застосування одночасно двох режимів прив'язки – інфляції та валютного курсу [3, с. 359].

Найбільшого успіху при запровадженні ІТ було досягнуто у розвинутих країнах, у той час як ефективність реалізації зазначеної політики у країнах, що розвиваються, не була цілком успішною. Проте беззаперечним позитивом для всіх країн, які використовують

У статті проаналізовано поточний стан проблем, пов'язаних із валютно-цінковою стабільністю в Україні у площині тематики запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування. Визначено ключові фактори взаємозв'язку валютного курсу й інфляції, які розглядаються під кутом зору порушення секторальних диспропорцій бюджетної сфери і реальної економіки. На основі економічного моделювання зміни індексу споживчих цін доведено, що вибір і обсяги використання боргових інструментів забезпечення фінансування дефіциту бюджету в Україні є провідними факторами, що визначають вартість гривні на валютному і грошовому ринках. Проведено сценарне моделювання макроекономічних індикаторів ВВП, валютного курсу та інфляції в Україні на 2015 рік.

It is worked out the actual issues of currency and price stability in Ukraine in the subject area of inflation targeting regime's adoption. The key relations between exchange rate and inflation are determined as a matter of sectorial imbalances in a public sector and a real economy. It is demonstrated the leading determinants of hryvnia value in foreign exchange and money market in Ukraine, among which are option and amounts of debt instruments to cover budget deficit. It is produced 2015 year scenarios of macroeconomic modelling of GDP, exchange rate, and inflation in Ukraine.

політику ІТ, є факт уповільнення зростання цін. Як показують результати аналізу наслідків запровадження інфляційного таргетування у країнах, що розвиваються, для досягнення цінової стабілізації та низького рівня цін зовсім необов'язково відповідати усім наперед визначеним вимогам реалізації такої політики. Сам факт декларації ІТ як монетарного режиму, який сприяє макростабілізації у таких країнах, автоматично розблоковує та пришвидшує інституційні перетворення, які так необхідні для просування економічних реформ. З урахуванням зазначених особливостей поряд із ІТ допускається навіть нетривала підтримка фіксованого валютного курсу. Справа у тому, що більшість країн, що розвиваються, мають серйозні боргові проблеми, які значно посилюються в разі зміни курсу в бік девальвації. Тому стабільна національна валюта є запорукою забезпечення від незапланованих втрат на курсовій різниці при обслуговуванні боргу [4, с. 22–23].

У відповідь на розгортання низки криз, починаючи з кінця минулого століття, коли цільові параметри інфляційного таргетування не змогли гарантувати фінансову стабільність, науковці вдалися до пошуку нових інструментів макростабілізації. Результати досліджень з даної тематики стали предметом розробки й розвитку нової парадигми у сфері макрорегулювання – так званої макропруденційної політики (англ.: Macroprudential Policy), яка базується на дотримуванні балансу цільових орієнтирів у розрізі окремих макроіндикаторів. Досвід застосування макропруденційної політики ще не має широкої практики для підтвердження або спростування результатів апробації на фактичних даних. Проте необхідність кардинального перегляду підходів до розробки політики макростабілізації в умовах перманентної дії кризових шоків є еволюційною альтернативою сучасному менеджменту на макрорівні [5].

Стрімка девальвація гривні, яка триває з початку року (62,9% за дев'ять місяців 2014 року (табл. 1), призвела до негативних наслідків в економіці України. До них, зокрема, відносяться:

□ здорожчання та скорочення імпорту, що в підсумку, враховуючи істотний рівень імпортозалежності України (близько 40%³), сприяло падінню обсягів виробництва (-1,1% спаду ВВП у першому кварталі, -4,7% – у другому та -5,1% – у третьому кварталі 2014 року по відношенню до аналогічного періоду попереднього року);

□ зростання інфляції (16,2% зростання ІСЦ за січень-вересень по відношенню до грудня 2013 (див. табл. 1), що вплинуло на зниження купівельної спроможності населення (-4,0% зниження рівня реальної заробітної плати у січні-вересні 2014 по відношенню до аналогічного періоду попереднього року поряд зі зростанням заборгованості з виплати заробітної плати на суму понад 1,17 млрд. грн.);

□ збільшення боргового навантаження на бюджет, чому сприяло як знецінення гривні (близько 58% зовнішнього і внутрішнього боргу України номіновано в іноземній валюті), так і утворення нових боргів (станом на 30 вересня 2014 року державний та гарантований державою борг України зріс до 63,0% ВВП).

Як було зазначено вище, одним із проявів негативного впливу знецінення гривні стало прискорення інфляційних процесів. Згідно з макроекономічними оцінками, які були покладені в основу при внесенні останніх змін до Державного бюджету України, інфляція споживчих цін у 2014 році має становити 19,5% (грудень до грудня)⁴. Високі темпи девальвації гривні, які мали місце у першому кварталі поточного року, у другому і третьому кварталах відносно стабілізувалися, проте продовжують випереджати темпи інфляції споживчих цін у 3,9 раза⁵. Прогнозні трендові оцінки показують, що в разі збереження стабілізації на

валютному ринку та поточної динаміки зростання ІСЦ за підсумками 2014 року можна очікувати перевищення темпів девальвації по відношенню до темпів інфляції майже у три рази (див. табл. 1).

Високі темпи знецінення гривні й інфляції споживчих цін негативно вплинули на динаміку ВВП. За оцінками Уряду України, у 2014 році спад ВВП може сягнути -6%⁴. Разом зі зменшенням обсягів виробництва об'єктивно звужується й база оподаткування, що призводить до скорочення бюджетних надходжень, незважаючи на часткову компенсацію такого скорочення за рахунок використання інфляційного податку. Слід зауважити, що свій внесок у падіння ВВП робить також дестабілізація на сході країни, де в результаті військових операцій зруйновано переважну частину інфраструктури та припинено роботу більшості підприємств регіону. Внаслідок скорочення бюджетних надходжень та зростання незапланованих бюджетних витрат, необхідних для забезпечення фінансування Збройних сил України, об'єктивно збільшується дефіцит бюджету. Розширення фіскального дисбалансу спонукає Уряд України до перегляду планових орієнтирів фінансування дефіциту бюджету шляхом запозичень коштів на внутрішньому і зовнішньому ринках капіталу в бік збільшення суми боргових зобов'язань, що є однією з причин утворення ще однієї проблеми – стрімкого зростання державного боргу⁶.

Зростаючий дефіцит бюджету потребує все більших обсягів фінансування, які забезпечуються шляхом державних запозичень переважно на внутрішньому ринку (частка внутрішнього державного боргу в загальній сумі державного боргу у 2014 році має становити 65,6%, а державного зовнішнього боргу – 34,4%)⁷. Проте вказана практика акумулювання додаткових коштів для виконання бюджету країни призводить до зміни рівноваги попиту і пропозиції на ринку позичкового капіталу у бік здорожчання вартості кредитів – вагомим джерелом формування інвестицій у реальному секторі економіки. *The above mentioned demand and supply in the capital market towards increasing a value of credits as a major channel of investments in real sector.* Подальше розбалансування державних фінансів тільки поглиблює проблематику уповільнення економічної динаміки в Україні у короткостроковій перспективі, звужуючи потенційні можливості для приборкання кризових явищ.

У даному контексті перед Урядом України і НБУ постає доволі складне завдання, яке полягає в утриманні помірковано низьких темпів інфляції в середньому на рівні 8-9% на рік в умовах зростання впливу дестабілізуючих факторів на економіку⁸. Такими факторами є: рецесія промислового виробництва, дисбаланс бюджетної сфери, негативне сальдо платіжного балансу, високі девальваційні очікування поряд із відсутністю виваженої політики курсоутворення, стрімке зростання боргового навантаження на економіку тощо.

Проведене автором дослідження на предмет встановлення дієвих факторів впливу на зміну курсу обміну гривні до долара США довело, що поряд із традиційним показником, яким є зміна експорту товарів і послуг, до незалежних змінних багатofакторної регресії розрахунку зміни значення валютного курсу увійшли також показники зміни видатків Державного бюджету України і зміни внутрішнього державного боргу в частині цінних паперів. Попит на позичковий капітал з боку сектора ЗДУ, що заохочується зростанням бюджетного дисбалансу, опосередковано впливає на курсоутворення через розширення пропозиції грошової маси за каналом викупу НБУ облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Задоволення попиту держави на позичковий капітал у такий спосіб зміщує баланс доступу до тимчасово вільних грошових ресурсів банківської системи між нефінансовими корпораціями і сектором ЗДУ на користь останнього. Як результат, монетарний ресурс зростання грошової маси переважно йде на покриття дефіциту бюджету, що опосередковано призводить до зростання вартості позичкового капіталу і тим самим негативно впливає на обсяги кредитування реального сектора економіки як джерела фінансування інвестицій [6, с. 5-6].

Упродовж останніх трьох років в Україні відбувається стрімке накопичення боргів, особливо внутрішніх. Якщо у 2012 по відношенню

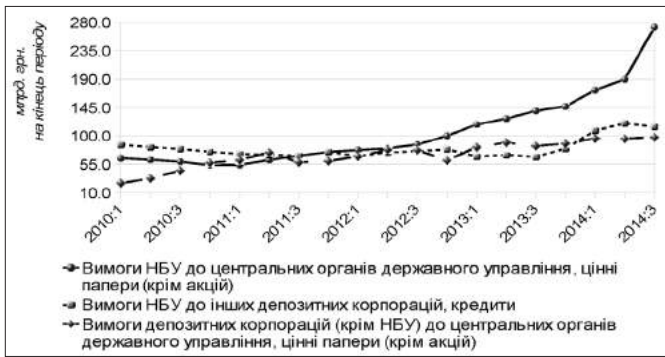
Таблиця 1. Порівняльна динаміка зміни ІСЦ і валютного курсу у 2014 році, % приросту до грудня 2013 року кумулятивно

Показники	01	02	03	04	05	06	07	08	09	12*
Офіційний курс обміну гривні до долара США	0,0	8,3	24,1	45,6	45,6	47,7	47,1	62,0	62,9	65,7
ІСЦ	0,2	0,8	3,0	6,4	10,5	11,6	12,0	12,9	16,2	20,5

*Прогнозні дані.

Джерело: Державна служба статистики України. – Електронний ресурс: <http://www.ukrstat.gov.ua/>, Національний банк України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://bank.gov.ua/>.

Рис. 1. Порівняльна динаміка активних операцій депозитних корпорацій щодо придбання державних цінних паперів і рефінансування комерційних банків



Джерело: Національний банк України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://bank.gov.ua/>.

до попереднього періоду державні внутрішні боргові зобов'язання зросли на 17,9%, а у 2013 – на 35,0%, то тільки за підсумками дев'яти місяців 2014 року аналогічний показник зафіксовано на рівні 52,5%. Основним джерелом державних внутрішніх запозичень в Україні, які використовуються для фінансування дефіциту бюджету, служить розміщення на фондовому ринку ОВДП. Зрозуміло, що головним покупцем ОВДП в умовах нестабільності й низької довіри до платоспроможності уряду виступає НБУ. Як показує світова практика, придбання державними банками України, що розвиваються, державних цінних паперів зазвичай відбувається за рахунок грошової емісії. І Україна не є винятком із переліку таких країн, хоча друкування грошей не є панацеєю приборкання боргової проблеми, а лише слугує відтермінуванням пошуку дієвих запобіжників утворення її причин та наслідків.

Розмір грошової емісії впливає на обсяги грошової маси в економіці країни, яка у свою чергу є одним із факторів цінових коливань. Проведений ретроспективний аналіз чинників емісійних впливів в економіці України показав, що у 2011 році кардинально змінилася практика НБУ щодо використання різних каналів розширення грошової маси. Якщо одразу після кризового періоду 2008–2009 перевага надавалася рефінансуванню комерційних банків, то вже з кінця 2011 намітилася виразна тенденція домінування іншого монетарного інструменту – купівлі державних цінних паперів (рис. 1). *The monetary instrument domination of bank refinancing just after 2008-2009 crisis period was replaced by purchasing of public bonds in the end of 2011.*

Цікавим є факт спорідненої динаміки обсягів рефінансування й купівлі депозитними корпораціями (крім НБУ) державних цінних паперів (див. рис. 1). При стрімкому розкручуванні спіралі державних внутрішніх запозичень, ризику неповернення боргів значно послаблюють мотивацію укладання угод купівлі-продажу ОВДП навіть попри цілеспрямоване збільшення привабливості такого боргового інструменту для банківських установ. Ефективним важелем підвищення зацікавленості фінансових посередників щодо прийняття позитивного рішення в частині придбання державних цінних паперів є доступ до джерела рефінансування. В умовах відтоку банківських вкладів під впливом курсової нестабільності та зростання ризиків, природа яких є не лише економічна, аргумент рефінансування набуває більшої вагомості, оскільки передбачає отримання комерційними банками дешевого грошового ресурсу для підтримки ліквідності⁹.

Зменшення рефінансування негативно позначається на обсягах кредитування реального сектора економіки. Якщо у 2007 році приріст залишків коштів за кредитами, наданими депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям, дорівнював 51,5%, то у 2013 аналогічний показник становив 17,4%. Підвищення попиту державної сфери на тимчасово вільні грошові ресурси не сприяє зменшенню вартості позичкового капіталу, що звужує інвестиційні можливості підприємств реального сектора. Ситуація виглядає таким чином, що величина доходності гривневих ОВДП, розміщених на первинному ринку, фактично визначає динаміку процентної ставки в національній

Рис. 2. Порівняльна динаміка доходності номінованих у гривні ОВДП, розміщених на первинному ринку, і процентної ставки за кредитами у національній валюті, наданими депозитними корпораціями (крім НБУ) нефінансовим корпораціям



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

валюті за кредитами. *The increasing demand for debt capital of public sector doesn't reduce the cost of loans, that decreases the investment opportunities of real sector. Actually in Ukraine the dynamics of interest rate of loans in domestic currency is determined by yield of government bonds in the primary market.* Так, поряд зі зростанням попиту держави на борговий капітал підвищується ставка доходності ОВДП, розміщених на первинному ринку. Це спонукає фінансових посередників до активізації процесу акумулювання депозитів через збільшення процентної ставки за банківськими вкладками, що прогнозовано підвищує вартість позичкового капіталу (рис. 2).

Визначена закономірність обумовленості зміни вартості позичкового капіталу зміною доходності ОВДП пояснюється нарощуванням прискореними темпами у портфелі активів комерційних банків України державних цінних паперів як відносно менш ризикового інструменту. Визначений ефект посилюється за рахунок зниження попиту реального сектора на кредитні ресурси у зв'язку зі сповільненням економічної динаміки у 2012 році одночасно з початком рецесії у промисловості. Так, якщо у передкризовий період у 2007 середньорічний темп приросту вимог депозитних корпорацій (крім НБУ) до центральних органів державного управління в частині цінних паперів становив 8,6%, а аналогічний показник вимог до нефінансових корпорацій в частині кредитів дорівнював 59,5%, то у 2013 році ситуація кардинально змінилася і вищевказані показники дорівнювали відповідно 22,4% і 8,9%. Хоча статистичні дані за підсумками дев'яти місяців 2014 року дають підстави вважати, що паритет між вказаними показниками почав дещо вирівнюватися у позитивному напрямі, остаточні висновки можна буде зробити тільки з урахуванням підсумків річного зростання обсягу пропозиції грошової маси¹⁰ (табл. 2).

Виявлений вплив бюджетних позик на внутрішньому ринку на обсяги та вартість позичкового капіталу, який є джерелом кредитування, в тому числі й реального сектора економіки, відомий під назвою «ефекту витіснення». Негативний прояв вказаного ефекту є одним із наслідків використання концепції балансування бюджету, які застосовуються

Таблиця 2. Порівняльна динаміка зміни окремих видів активів депозитних корпорацій (крім НБУ), % приросту в середньому за рік

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Вимоги до центральних органів державного управління — цінні папери, крім акцій (на кінець періоду)	8,6	67,9	105,9	194,9	76,0	12,5	22,4	20,9
Вимоги до нефінансових корпорацій — кредити (на кінець періоду)	59,5	60,2	32,0	6,1	16,0	7,0	8,9	18,8

* Дані за 9 місяців 2014 року.

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

урядами країн з метою формування поступу економічного зростання у заданому стратегічному напрямі. До таких концепцій, зокрема, відносяться: циклічне балансування, автоматична стабілізація і компенсуючий бюджет. Для України характерним є застосування найменш комплексного інструмента, а саме концепції циклічного балансування бюджету. Така концепція передбачає формування бюджетно-кредитної політики відповідно до фази циклічного розвитку економіки. У спрощеному вигляді застосування концепції пояснюється таким чином: у разі піднесення рівень оподаткування підвищують, а запозичення зменшують для покриття існуючої заборгованості й формування запасу фінансової стійкості на майбутнє. І навпаки: у фазі занепаду обсяг видатків бюджету збільшують, а дефіцит покривається за рахунок зростання запозичень. У даному контексті одним із негативних проявів застосування концепції балансування бюджету є саме обмеження інвестиційних можливостей підприємств приватного сектора завдяки дії «ефекту витіснення», що негативно позначається на обсягах виробництва [7, с. 42-43].

З метою визначення дієвих факторів утворення інфляції в Україні, а також з урахуванням результатів викладеного аналізу щодо чинників впливу на формування динаміки валютного курсу, проведено економетричне моделювання зміни ІСЦ на базі квартальних статистичних рядів періоду 2005-2013 років. Результати моделювання та основні економетричні характеристики представлено в рівнянні (1):

$$\Delta \ln CPI = 0,32 \Delta \ln M2(-1) + 0,12 \Delta \ln Exch_{Rate}(-1) + 0,01 \Delta \ln Vq(-2) + 0,27 \Delta \ln AR(2) \quad (1)$$

(5,9)¹¹ (2,7) (2,7) (2,5)

$$R^2 = 0,755; F(4, 29) = 22,385; S.E. = 0,018; DW = 1,96$$

де: CPI – індекс споживчих цін (база IV квартал 2004 року);
M2(-1) – грошовий агрегат M2 із лагом запізнення один квартал;
Exch_{Rate}(-1) – курс обміну гривні до долара США середньозважений за період із лагом запізнення один квартал;
Vq(-2) – штучна змінна, яка зростає від одного до чотирьох у межах року із лагом запізнення два квартали;
AR(2) – авторегресійна складова другого порядку.

Згідно з регресійною залежністю (1) серед впливових факторів формування зміни ІСЦ вирізняються як традиційні, так і нетрадиційні чинники, які притаманні розвитку вітчизняного грошово-кредитного ринку. Найбільший вплив на інфляцію має зміна пропозиції грошей в економіці (грошовий агрегат M2) з коефіцієнтом еластичності 0,3 і лагом запізнення в один квартал. Далі у напрямку зменшення дієвості впливу йдуть інфляційні очікування, роль яких виконує авторегресійна складова другого порядку. Передостаннє місце у рейтингу за впливом на зміну ІСЦ займає валютний курс із коефіцієнтом еластичності 0,1 і лагом запізнення в один квартал. Наразі маємо підтвердження зв'язку між двома ключовими макроіндикаторами в економіці України.

З початком знецінення національної грошової одиниці у лютому 2014 року й офіційного проголошення НБУ про перехід від режиму валютної прив'язки до гнучкого курсоутворення зв'язок інфляції та валютного курсу набуває особливої вагомості при розробці, коригуванні та взаємоузгодженні монетарної і валютної політики. При використанні інструментів монетарного регулювання для врівноваження місячної (квартальної) амплітуди коливань зміни ІСЦ слід враховувати виразний вплив сезонності на формування інфляції в Україні, який максимізується на середину року (змінна Vq регресії). Цілком логічним у даному контексті є очікування посилення інфляційних процесів наприкінці 2014 року з продовженням висхідного тренду протягом шестимісячного терміну.

Результати проведеного економетричного моделювання зміни ІСЦ і валютного курсу доводять, що вагому роль при розробці монетарної та курсової політики в Україні відіграє показник фінансових дисбалансів. Саме вибір і обсяги використання боргових інструментів забезпечення фінансування дефіциту бюджету є провідними факторами, які формують умови встановлення ціни гривні на валютному

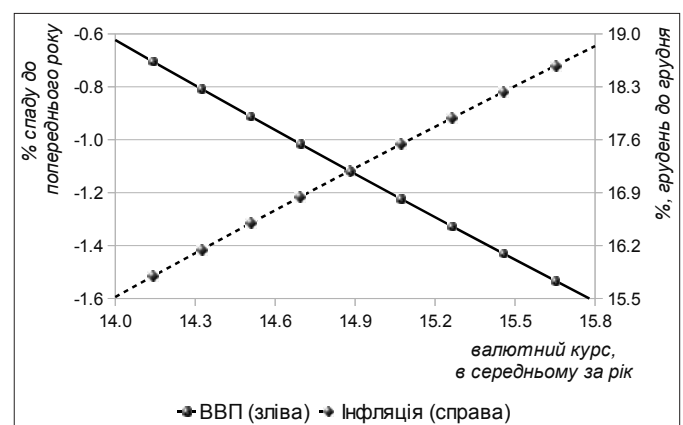
і грошовому ринках. Активізація взаємного впливу валютного курсу і інфляції внаслідок переходу на режим гнучкого курсоутворення має скоротити латентність прояву зв'язку і збільшити амплітуду коливань зміни показників у часі. *The results of econometric modeling of CPI and exchange rate dynamics disclose that the major role in the development of monetary and exchange rate policy in Ukraine should take the indicator of fiscal imbalance. Only the choice and the amount of debt instruments of budget deficit financing that are among the leading indicators to determine the value of hryvnia in a foreign exchange and a money market. The activation of a mutual influence of exchange rate and inflation as a result of adopting a floating exchange rate should reduce the latency of ratio establishment and increase the range of dynamics.*

Згідно з останніми законодавчо встановленими прогнозними орієнтирами в Україні за песимістичним сценарієм у 2015 році очікується зростання споживчих цін на 8,7% (грудень до грудня), або 10,9% в середньому за рік, при цьому темпи зростання ВВП становитимуть 0,3%¹². Крім того, відповідно до останнього перегляду прогнозів міжнародних фінансових організацій, які датовано початком листопада 2014, МВФ прогнозує зростання інфляції в Україні у 2015 році на рівні 14% (грудень до грудня) при зростанні ВВП на 1%. Водночас Світовий банк за результатами четвертого з початку 2014 року перегляду прогнозних орієнтирів передбачає, що інфляція в Україні у 2015 уповільниться до 10% (грудень до грудня), а ВВП впаде на -1%.

З огляду на очікувані темпи зміни ВВП у 2015 році у порівнянні з відповідними темпами інфляції в Україні згідно з результатами прогнозування, розробленими різними фінансовими інституціями, простежується пряmlinійний зв'язок між вказаними показниками¹³. Висловлене зауваження вказує на те, що рушійною силою макро-економічної стабілізації має стати стимулювання сукупного попиту, а інфляційна складова є індикатором такого стимулювання. Тому, на нашу думку, в Україні у 2015 році слід очікувати позитивних темпів зміни ВВП за умови проведення помірно жорсткої монетарної політики. Якщо ж така політика виявиться занадто жорсткою (враховуючи перехід до режиму інфляційного таргетування), то з великою ймовірністю економічного зростання можна буде очікувати тільки з 2016 року.

Враховуючи підвищений інтерес до взаємозв'язку двох ключових макрозмінних – інфляції і валютного курсу – на тлі повзучої девальвації національної грошової одиниці, яка спостерігається із середини першого кварталу 2014 року, автором побудовано економетричну короткострокову модель прогнозування ВВП. Модельний апарат нараховує 10 нелінійних багатофакторних регресій, що включають, у тому числі, наведене у статті економетричне співвідношення розрахунку зміни ІСЦ, а також посилання на рівняння розрахунку валютного курсу, які побудовані на квартальній статистиці рядів динаміки. На основі

Рис. 3. Результати сценарного моделювання зміни інфляції і ВВП залежно від середньорічного значення валютного курсу у 2015 році



Джерело: розрахунки автора.

використання зазначеного прогностичного інструментарію змодельовано сценарні умови взаємозв'язку макроекономічних індикаторів ВВП, інфляції та валютного курсу в економіці України на 2015 рік. Вихідним параметром, який змінюється, є середньорічне значення курсу обміну гривні до долара США.

Результати сценарних оцінок подано на рис. 3. У процесі підготовки сценарних прогнозних варіацій було визначено критичний рівень інфляції споживчих цін, вище якого зростання ІСЦ призводить не до нарощення, а до скорочення обсягів виробництва. Такою межею є інфляція споживчих цін на рівні 13,7%. Тобто у 2015 році можна очікувати збільшення темпів спаду ВВП України з кожним додатковим відсотком зростання споживчих цін понад 13,7%.

Результати сценарного моделювання, поданого на рис. 3, встановлюють взаємозв'язок між зростанням у 2015 році ІСЦ (починаючи з 15,5%) і темпами спаду ВВП (починаючи з -0,6%) у порівнянні із середньорічним значенням курсу обміну гривні до долара США (починаючи з 14 грн /дол.). За умови зростання в Україні у 2015 році валютного курсу на величину, що не перевищує 10-15% на рік (відповідає значенню 14,9 грн/дол.), найвірогідніше можна очікувати зростання ІСЦ на рівні близько 17%, що відповідає темпам спаду ВВП -1,1%.

Прогнозні дані сценарного моделювання інфляції споживчих цін в Україні у 2015 році, подані на рис. 3, перевищують оцінки відомих фінансових інституцій розробки передбачень на короткострокову перспективу. Даний факт можна пояснити різницею у припущеннях, покладених в основу розробки прогнозних оцінок автора. Так, згідно з вихідними умовами прогнозування на основі розробленого модельного апарату передбачається, що в Україні у 2015 році загальна макроекономічна ситуація не дасть можливості утриматися від практики перегляду обсягів запозичень на внутрішньому ринку у бік збільшення боргового навантаження, що сприятиме збереженню інфляційних процесів в економіці, хоча й у менших межах – на рівні 16-17% (грудень до грудня). Тому результати сценарного моделювання можна вважати швидше песимістичними, ніж оптимістичними у помірковано визначеному варіанті.

Проведене дослідження оцінки передумов запровадження в Україні монетарного режиму інфляційного таргетування вказує на необхідність врахування взаємодії дисбалансів у бюджетній сфері та в реальному секторі економіки у процесі розробки й узгодження монетарної й валютної політики. У критичних умовах нестачі коштів уряд активно залучає позики на внутрішньому ринку. Визначений захід є занадто обтяжливим для економіки й не забезпечує підтримку кредитування підприємств реального сектора на належному рівні, що сприяє скороченню інвестицій та подальшому падінню обсягів виробництва. Борговий інструмент державних цінних паперів, за рахунок якого відбувається покриття фіскального розриву, дає можливість розширювати пропозицію грошей в економіці. Разом з тим скорочення обсягів кредитування у таких умовах сприяє подальшому сповільненню економічної динаміки, що негативно позначається на доходах бюджету і викликає подальше зростання фіскального розриву. Як результат, в умовах повзучої девальвації гривні та прискорення інфляційних процесів, що провокують подальше сповільнення економічної динаміки, щоразу постає необхідність пошуку додаткових обсягів запозичень для забезпечення фінансування дефіциту бюджету. **The case study of inflation targeting regime implementing in Ukraine points to maintaining the interaction of imbalances in a public sector and a real economy to develop a coordinating monetary and exchange rate policy. In critical conditions, lack of funds the government actively borrows in domestic market. That measure is a burden for economy and doesn't support lending to real sector at an appropriate level, which lead to reduce investment and further fall in output. Budget monetization as an instrument to cover a fiscal gap makes it possible to expand the money supply. However, the decline in lending is followed by a further slowdown in economic dynamics, which affects a budget revenue as well as ongoing increase a fiscal gap. As a result, in terms of creeping devaluation of hryvnia and acceleration of inflation, leading to a further slowdown in economic**

dynamics, each time there is a need to find additional borrowings to finance the budget deficit.

ПОСИЛАННЯ

- 1 Див. «Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 р.», схвалені рішенням Ради Національного банку України від 11 вересня 2014 року № 28.
- 2 «Трикутник невідповідності» передбачає можливість поєднання використання тільки двох із трьох інструментів реалізації економічної політики, які розміщені у вигляді сторін трикутника і включають: фіксований валютний курс, вільний рух капіталу і незалежну монетарну політику.
- 3 Питома вага імпорту товарів і послуг у ВВП у другому кварталі 2014 року становила 41,95%.
- 4 Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» № 1622-VII від 31.07.2014.
- 5 Довідка: у кризовий період 2008 і 2009 року темпи девальвації гривні становили сумарно 24,8% + 38,0% = 62,8%, у той час як темпи інфляції за визначений період дорівнювали відповідно 25,2% + 15,9% = 41,1%; перевищення темпів девальвації по відношенню до темпів інфляції спостерігалось тільки у 2009 і становило 2,4 раза, тоді як у 2008 темпи девальвації й інфляції були майже однаковими – відповідно 24,8% і 25,2%.
- 6 Див. закони України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» № 1165-VII від 27.03.2014 р. та «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» № 1622-VII від 31.07.2014.
- 7 Відповідно до додатку №2 закону України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» № 1622-VII від 31.07.2014. сума внутрішніх і зовнішніх державних запозичень становитиме відповідно 172,4 млрд. грн. і 90,3 млрд. грн.
- 8 Див. «Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 р.», схвалені рішенням Ради Національного банку України від 11 вересня 2014 року № 28.
- 9 Приріст депозитів резидентів, залучених депозитними корпораціями (крім НБУ), розміщених на строк від одного року і більше, до попереднього періоду у 2012 році становив 22,3%, у 2013 – 38,4%, у той час як за підсумками дев'яти місяців 2014 зафіксовано спад аналогічного показника на рівні -16,5%.
- 10 Темпи приросту грошового агрегату М2 за 9 місяців 2014 становили 9,5%, а за весь 2013 рік аналогічний показник довінвовав 17,5%.
- 11 У дужках подано значення t-статистики.
- 12 Постанова Кабінету Міністрів України №404 від 27 серпня 2014 року.
- 13 Див. офіційні дані прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2015 рік за двома сценаріями розвитку подій, а також прогнози оцінки міжнародних фінансових організацій у розрізі варіантів чергових переглядів розвитку макроекономічної ситуації в Україні у 2014-2016 роках.

ЛІТЕРАТУРА

1. Даниленко А.І., Кораблін С.О., Петрик О.І. та ін. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / За ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка // Ін-т екон. та прогноз. – К., 2007. – 400 с.
2. Триценко А.А., Кричевська Т.О., Петрик О.І. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні: Наукова доповідь // Ін-т екон. та прогноз. – К., 2008. – 272 с.
3. Vasilescu, M.; Mungiu-Pupazan, M. Inflation Targeting – Between Theory and Reality / M. Vasilescu, M. Mungiu-Pupazan // Annals of the University of Petrosani Economics. – June 2010. – Vol. 10 Issue 3. – P. 357–364.
4. Mishkin, F. 2000. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market? [Електронний ресурс] / F. Mishkin // NBER Working Papers. – July 2004. – No. 10646. – 34 p. – Доступний з : <http://www.nber.org/papers/w10646.pdf>.
5. Blanchard, O.; Dell'Ariccia, G.; Mauro, P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular [Електронний ресурс] / O. Blanchard, G. Dell'Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Discussion Note. – April 15, 2013. – 26 p. – Доступний з : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>.
6. Швець С.М. Оцінка перспектив підвищення лібералізації валютної політики України у контексті вирішення боргової проблеми / С.М. Швець // Економіст. – 2013. – № 8(322). – С. 4–7.
7. Рыбак С., Крайчак Є. Взаємозв'язок політики державних запозичень з бюджетними концепціями // Економіка України. – 2010. – № 12. – С. 38–43.

REFERENCES

1. Danylenko A.I., Korablin S.O., Petryk O.I. Inflation and financial mechanisms of regulation. Kyiv, In-t ekon. ta prohnozuv., 2007, 400 p. [in Ukrainian].
2. Hrytsenko A.A., Krychevska T.O., Petryk O.I. Instytut tarhetuvannya inflatsiyi: zarubizhnyy dosvid i perspektivy zaprovadzheniya v Ukraini: Naukova dopovid' [Institute of inflation targeting: international experience and prospects for implementation in Ukraine: Scientific report]. Kyiv, In-t ekon. ta prohnozuv., 2008, 272 p. [in Ukrainian].
3. Vasilescu M., Mungiu-Pupazan M. Inflation Targeting – Between Theory and Reality. Annals of the University of Petrosani Economics, June 2010, vol. 10, no. 3, pp. 357-364.
4. Mishkin F. 2000. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market? NBER Working Papers, July 2004, no. 10646, 34 p. Available at: <http://www.nber.org/papers/w10646.pdf>
5. Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. IMF Staff Discussion Note, April 15, 2013, 26 p. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>
6. Shvets S.M. Otsinka perspektiv pidvyshchennya liberalizatsiyi valyutnoyi polityky Ukrainy u konteksti vyrishennya borhovoyi problemy [Estimation of prospects of increasing liberalization of exchange rate policy of Ukraine in the context of solving the debt problem]. Ekonomist, 2013, no. 8 (322), pp. 4-7 [in Ukrainian].
7. Rybak S., Krachak Ye. Vzayemozvyazok polityky derzhavnykh zapozychen' z byudzhetnyymi kontseptsiyamy [The relationship of the government debt and budget concepts]. Ekonomika Ukrainy, 2010, no. 12, pp. 38-43 [in Ukrainian].