

АНАЛІЗ ПЕРЕДУМОВ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Андрущак Є.М., Горбата Ю.В.

Львівський національний університет імені Івана Франка

У статті розкрито економічну сутність інфляційного таргетування як монетарного режиму. Проаналізовано формування необхідних передумов запровадження таргетування інфляції в Україні. Досліджено взаємозв'язки між незалежністю Національного банку України та основними макроекономічними показниками. Також розглянуто чинники зростання рівня інфляції у вітчизняній економіці. На підставі проведеного аналізу, виокремлено основні фактори, які перешкоджають швидкому та ефективному переходу до повномасштабного інфляційного таргетування та оцінено перспективи функціонування даного режиму в Україні.

Ключові слова: інфляційне таргетування, незалежність центрального банку, фінансова стабільність, гнучке курсоутворення, процентний канал.

Постановка проблеми. В останні роки Національний банк України розглядає питання про запровадження стабілізаційної програми, що базується на зменшенні темпів інфляції. Однак, в 2014 р. економіка України увійшла в стан стагфляційної макроекономічної динаміки, що, серед іншого, призвело до високої волатильності обмінного курсу. Відтак, для подолання кризи і забезпечення цінової стабільності, перед центральним банком стоїть завдання проводити виважену грошово-кредитну політику, заходи якої мали б бути спрямовані, з одного боку, на зниження інфляції, з іншого – на підтримку економічного зростання, що може призвести до конфлікту цілей. За таких умов НБУ прийняв рішення про реалізацію політики плаваючого валютного курсу і таргетування інфляції. Сьогоднішнім дискусійним залишається доцільність такого кроку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми інфляційного таргетування входять до кола наукових інтересів багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених, серед яких фахівці Міжнародного валютного фонду – С. Роджер, Дж. Рестрепо, К. Гарсія, вчені з американських дослідницьких центрів та університетів – Ф. Мишкін, О. Бланшар, Д. Ромер, представники вітчизняної економічної науки – А. Гриценко, В. Міщенко, Т. Кричевська, О. Петрик, В. Лепушинський, П. Нікіфоров та ін.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Проаналізувавши наукову літературу, присвячену проблемі інфляційного таргетування, можна констатувати, що недостатньо дослідженим залишається формування передумов для запровадження інфляційного таргетування в перехідних економіках.

Метою даної роботи є проаналізувати формування передумов запровадження інфляційного таргетування в Україні, а також перспективи його подальшого функціонування.

Виклад основного матеріалу дослідження. За визначенням Європейського центрального банку, інфляційне таргетування (далі – ІТ) – стратегія монетарної політики, спрямована на підтримання стабільності цін і зосереджена на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети [1, с. 27].

Колишній голова Керуючої ради ФРС США Ф. Мишкін виділив такі ключові характеристики режиму ІТ: публічне проголошення середньострокової кількісної інфляційної цілі; інституційне зобов'язання щодо досягнення цінової стабільності як головної мети монетарної політики, якій підпорядковані інші цілі; імплементація монетарної політики, заснована на використанні всієї повноти

інформації, в якій при ухваленні рішень щодо застосування монетарних інструментів ураховуються багато змінних, а не тільки грошові агрегати або обмінний курс; режим базується на високому ступені відкритості монетарної політики через відповідні комунікаційні канали з громадськістю й учасниками ринку щодо планів, цілей і рішень монетарної влади; високий рівень звітності ЦБ щодо досягнення встановленої інфляційної цілі та відповідні механізми забезпечення цієї звітності [2, с. 328].

Відтак, ІТ – монетарний режим, що характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо рівня інфляції (або його інтервалу) на середньостроковий горизонт та прозорими діями центрального банку, спрямованими на приведення фактичної інфляції до її цільового показника за допомогою короткострокової процентної ставки та інших інструментів монетарної політики з метою забезпечення цінової стабільності в довгостроковій перспективі.

У міжнародній практиці даний режим вважається найефективнішим методом боротьби з інфляцією. Водночас ІТ ставить більше інституційних та технічних вимог у порівнянні з іншими монетарними стратегіями, тому довгий час його вважали непридатним для нових ринкових економік і економік, що розвиваються. Традиційно передумови, необхідні для запровадження ІТ, поділяють на чотири групи:

- інституційна незалежність – центральний банк повинен мати правову й економічну незалежність, бути вільним від фіскального і політичного тисків.

- розвинена технічна інфраструктура – передбачає наявність високого рівня кваліфікації аналітиків та надійної статистичної база для моделювання і достовірного прогнозування рівня інфляції, визначення технічних параметрів режиму;

- досконала економічна структура – передбачає дерегуляцію цін, мінімальний рівень доларизації та імпортозалежності економіки, стійкість до непередбачуваних коливань обмінного курсу й світових цін на сировину тощо;

- розвинена фінансова система, для забезпечення стабільності якої необхідно мати стійку банківську систему, розвинений фінансовий ринок, зокрема високоліквідний ринок державних цінних паперів, дієвий процентний канал грошово-кредитної трансмісії [1, с. 38-50].

В сучасних умовах, доцільно наголосити на важливості макроекономічної стабільності та на необхідності формування належних політичних умов переходу до ІТ, зокрема наявності у суспільстві довіри до політики, яку провадить уряд та центрального банку, підтримки і розвитку міждержавної співпра-

ці щодо макропруденційного нагляду і контролю за банківськими операціями, а головне відсутності політичних «війн» в країні та військових конфліктів. Також ІТ вимагає запровадження системи гнучкого валютного курсоутворення, оскільки обмінний курс за даного монетарного режиму перестав виконувати функцію «номінального» якоря.

НБУ ще в «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік» проголосив намір поступово створювати умови для переходу в перспективі до «прямого таргетування інфляції». Головними мотивами переходу до режиму ІТ для України є: висока та нестабільна інфляція, потреба у новій довгостроковій монетарній парадигмі для підтримання довгострокового інноваційного розвитку та справедливого розподілу доходів, необхідність проведення незалежної антициклічної монетарної політики, що здатна долати шоки, спричиненні валютними та фінансовими кризами, отримання нових траншів в рамках програм кредитування МВФ тощо.

У 2010 р. були схвалені стратегічні зміни до Закону України «Про Національний банк України», в яких, зокрема, визначено, що досягнення та підтримка цінової стабільності є пріоритетною ціллю монетарної політики [11]. Завданням на сьогодні є практична реалізація норми цього закону.

Проаналізуємо чи достатньо сформовані передумови для запровадження ІТ в Україні.

Інституційна незалежність НБУ. Особливістю реалізації монетарної політики НБУ є те, що у вітчизняному правовому полі існують засади, відповідно до яких, на першій погляд, можна зробити висновок щодо адекватності чинної нормативно-правової бази умовам ІТ. НБУ має достатній рівень незалежності як в контексті гарантування незалежного статусу голови та членів правління, так і в оперативному виборі інструментів для досягнення поставлених цілей. Центральному банку властиві характерні ознаки органів виконавчої влади, але при цьому його суттєвою відмінністю виступає те, що він виведений з-під юрисдикції Кабінету Міністрів України. Це є основним фактором, який має забезпечувати його незалежність. Але НБУ підзвітний Президенту та Верховній Раді України, які наділені повноваженнями щодо призначення на посаду і звільнення з посади Голови Правління, формування Ради НБУ. Основним завданням останньої є щорічне розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за реалізацією монетарної політики, тобто за діяльністю Правління НБУ [8].

Вважаємо, що такий порядок розподілу повноважень не є обґрунтованим, оскільки Рада НБУ здійснює свою діяльність на громадських засадах і її склад формують представники законодавчої і виконавчої влади, що створює реальні умови для зовнішнього втручання у визначення грошово-кредитної політики. Крім цього, при розробленні Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники, розраховані урядом. Застосування цих прогностичних показників у процесі формування і проведення монетарної політики не забезпечують надійної основи через те, що можуть визначатися на базі політичної доцільності, без належної економічної обґрунтованості. Це може бути причиною помилок у плануванні та реалізації заходів з монетарної політики для ефективного впливу на інфляцію.

Зважаючи на вищевказане та на те, що, згідно законодавства України, Голова Правління не може очолювати Раду НБУ, одноосібна відповідальність за реалізацію грошово-кредитної політики на Голову НБУ покладена бути не може. У країнах, де існує

дворівнева система керівних органів центрального банку, Голова центрального банку зазвичай очолює як орган, що визначає грошово-кредитну політику, так і виконавчий орган, наприклад Президент Європейського центрального банку.

Зазначимо, що внесені зміни до чинного законодавства, для підвищення незалежності НБУ, були стратегічно важливими на шляху до запровадження ІТ. Окрім встановлення ієрархії цілей, зміни стосувалися: реформування Ради НБУ у наглядовий орган, до складу якого входять особи, які відповідають суворим та однаковим критеріям, унеможливаючи конфлікт інтересів; скорочення кількості членів Правління і фокусування його роботи на ключових рішеннях проведення політики; забезпечення автономності прийняття рішень щодо проведення політики й операційної діяльності, включаючи більшу транспарентність й підзвітність; сприяння посиленню особистої автономності фахівців НБУ і посилення гарантій цілісності, включаючи шляхом заборони особам із політичними та відповідними бізнес-зв'язками бути членами Правління чи Ради НБУ [8].

НБУ не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано через державну установу, іншу юридичну особу, майно якої перебуває у державній власності, на фінансування витрат Державного бюджету України, купувати на первинному ринку державні цінні папери. Здійснювати операції з державними цінними паперами регулятору дозволено лише на вторинному ринку. НБУ повинен сприяти додержанню стійких темпів економічного зростання та може підтримувати економічну політику уряду за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності та стабільності банківської системи [8].

Проведений аналіз правового статусу НБУ з урахуванням світового досвіду дає змогу зробити висновок, що з певними зауваженнями, де-юре забезпечується незалежність центрального банку від органів державної влади у монетарній сфері. Однак, існують незаперечні факти порушення норм вітчизняного законодавства, які ставлять автономію НБУ під загрозу.

Так, згідно з антикризовим законодавством 2008 р., центральний банк був зобов'язаний викупувати у комерційних банків ОВДП, отримані від Міністерства фінансів України для формування або поповнення статутних капіталів в обмін на акції комерційних банків. Для збільшення статутних капіталів трьох рекапіталізованих державою банків («Укргазбанк», «Родовід Банк» і банк «Київ»), було випущено ОВДП на загальну суму близько 17,2 млрд. грн. Надалі НБУ викуповував їх за номінальною вартістю, в тому числі, за рахунок кредитів відповідного призначення міжнародних фінансових організацій. Ці операції хоч і проводилися НБУ на вторинному ринку, але за своєю сутністю були прямим кредитуванням уряду. Оскільки це ставило під сумнів операційну незалежність НБУ, в червні 2011 р. Верховна рада України скасувала цю норму антикризового закону. Варто зазначити, що такий крок був здійснений з метою виконання українською стороною умов спільної з МВФ програми stand-by, відповідно до якої Україна отримала черговий транш кредитних коштів у розмірі близько 1,5 млрд. дол. США [6].

Згідно із статтею 5 Закону України «Про Національний банк України», одержання прибутку не є метою діяльності центрального банку, тому позитивний результат підлягає перерахуванню до Державного бюджету України. Але щороку зако-

нами України «Про Державний бюджет України» встановлювалася норма щодо авансового перерахування реально ще не отриманих доходів, що здійснювалося шляхом додаткової емісії на покриття видатків державного бюджету з усіма негативними наслідками для економіки.

Впродовж 2008–2011 рр. не простежувався прямий зв'язок між дефіцитом бюджету та обсягом коштів, що НБУ перераховує до державного бюджету як різницю між власними доходами та витратами. В період 2012–2013 рр. обсяг надходжень від НБУ зріс у 1,5–2 рази в порівнянні з попередніми роками. В поточному році планується отримати до державного бюджету від НБУ 60,5 млрд. грн., що покриває бюджетний дефіцит на 79,8%. Динаміка дефіциту державного бюджету та надходжень коштів від НБУ в період 2008–2015 рр. подана на рис. 1.

З 2010 р. діють такі вимоги до розподілу прибутку НБУ: розміщення 50% прибутку на рахунках загальних та інших резервів поки їх обсяг не складе 10% розміру грошово-кредитних зобов'язань НБУ; інші 50% прибутку перераховується до державного бюджету наступного за звітним року. Така практика широко використовується в міжнародному досвіді у різних варіаціях.

В Законі України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» зазначено, що НБУ здійснює розподіл прибутку за 2014 р. і перераховує не пізніше 11.05.2015 р. до державного бюджету кошти на загальну суму не менше 65,4 млрд. грн, тобто майже втричі більше у порівнянні з попереднім роком. Зазначене перерахування могло бути частково відтерміноване на підставі звернення НБУ у разі погодження з Міністерством фінансів України. Водночас, на вимогу останнього, НБУ зобов'язаний перерахувати до держбюджету кошти у розмірі до 25% від суми прибутку в період з початку року до 11.05.2015 р. згідно з визначеним графіком [7]. Очевидно, уряд, плануючи збільшення надходжень від НБУ, намагався покращити свою платоспроможність, зменшити дефіцит бюджету ціною зростання рівня інфляції.

Все вищенаведене свідчить про відсутність фактичної фінансової незалежності НБУ. Більш того, підтверджується закономірність – рівень незалежності грошово-кредитної політики центрального банку прямо пропорційний зростанню дефіциту бюджету: чим більші проблеми з покриттям дефіциту бюджету, тим менша автономія регулятора.

Отже рівень автономії центрального банку тісно пов'язаний із бюджетною політикою держави та станом макроекономічного середовища в цілому.

Макроекономічна та фінансова стабільність, розвиток фінансового ринку. Впродовж 2008–2014 рр. Україна завжди мала від'ємний первинний баланс бюджету, що призвело до негативної динаміки боргу. Згідно з міжнародною практикою допустимий рівень бюджетного дефіциту становить 2–3% від ВВП, 5% національного доходу та 10% видатків державного бюджету. За 2008–2010 рр. рівень дефіцитності державного бюджету зріс більше ніж у 4 рази (з 1,32% до 5,94%).

За станом на 01.01.2009 р. державний та гарантований державою борг України становив 189,4 млрд. грн. (24,6 млрд. дол. США), збільшившись в 2,1 рази в гривневому еквіваленті, або на 40% в доларовому. Однією з причин була девальвація гривні в кінці 2008 р., оскільки близько

75% боргу номіновані в іноземній валюті, а також через експансіоніську бюджетну політику із високою часткою квазі-фіскальних операцій і умовних зобов'язань. 2009 р. був одним із найскладніших для бюджету: звуження бази оподаткування внаслідок фінансової кризи призвело до зменшення номінальних обсягів доходів зведеного бюджету України, внаслідок чого дефіцит зріс в 2,6 раз і склав 37,3 млрд. грн. Загальна сума державного та гарантованого боргу зросла до 317,9 млрд. грн., що складало 34,8% ВВП, та перевищувала обсяг доходів державного бюджету на 51%. 2010 р. в бюджетній сфері характеризувався значними видатками на обслуговування державного боргу, проблемами із зовнішнім фінансуванням, відсутністю надходжень від приватизації державного майна, труднощами із надходженням доходів, зростанням на 115,4 млрд. грн. державного і гарантованого державного боргу за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень. У 2011 р. рівень дефіцитності знизився до 1,81%, однак упродовж 2012–2014 рр. знову зріс до 4,98%.

Частка боргу, номінованого в іноземній валюті, у загальній сумі держборгу, за весь аналізований період перевищувала критичне значення показника для країн з ринками, що формуються (40,3% – за методикою МВФ) і на початок 2015 р. досягла 61,7%, що у 1,53 рази більше порогового значення. При цьому значна частка запозичень в іноземній валюті здійснювалася на внутрішньому ринку України (на кінець 2014 р. зобов'язання за ними становили майже 14% внутрішнього державного боргу). Розміщення на внутрішньому ринку державних позик в іноземній валюті з доходністю, яка перевищує рівень процентних ставок за депозитами, посилює вразливість сектора державних фінансів до валютних ризиків [3, с. 7–8].

Якщо впродовж 2010–2012 рр. відношення валового зовнішнього боргу до ВВП знизилось з 90,4 до 76,6% ВВП, то починаючи з 2013 р. валовий зовнішній борг країни зростає швидше, ніж ВВП. Станом на 01.01.2014 р. обсяг заборгованості перед нерезидентами склав 78,4% від ВВП, а на початок 2015 р. – 127,1% ВВП, що майже удвічі перевищує граничне значення – 65% ВВП.

Така ситуація значно знижує рівень фінансово-економічної безпеки, призводить до подальшого зростання державного боргу та посилює інфляційні процеси у вітчизняній економіці.

Загалом, державний борг зріс з 20% від ВВП в кінці 2008 р. до 70% від ВВП на кінець 2014 р. при граничнодопустимому значенні у 60% від ВВП.

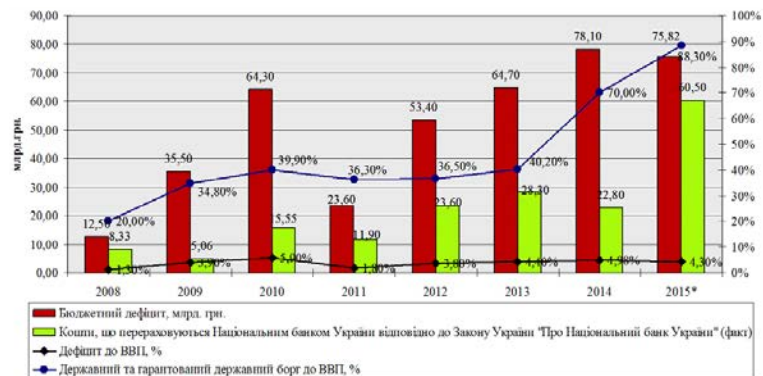


Рис. 1. Динаміка обсягу коштів, що перераховуються НБУ до державного бюджету та основних показників бюджетної політики за 2008–2015 рр.

Примітка: * дані 2015 року – планові відповідно до Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» [10]

Джерело: побудовано автором за офіційними даними [5; 6]

У 2015 р. Світовий банк спрогнозував зростання державного і гарантованого державою боргу України до 88,3% ВВП.

Наслідком стрімкого зростання державного боргу (у поєднанні із високою вартістю запозичень) стало збільшення витрат на його обслуговування. Лише у 2014 р. такі витрати становили 169 млрд. грн. Відношення витрат на обслуговування боргу до доходів державного бюджету перевищує критичний рівень починаючи з 2011 р. На обслуговування державного боргу в 2014 р. було спрямовано 11,1% загальної суми витрат державного бюджету. Упродовж 2011-2014 рр. щорічні витрати на обслуговування валового зовнішнього боргу становлять понад 5 млрд дол. США [3, с. 9].

Значною мірою бюджетний дефіцит був профінансований розміщенням ОВДП. Також за рахунок випуску цих цінних паперів на суму 96,6 млрд. грн було збільшено статутний фонд НАК «Нафтогаз України». При цьому НБУ вдвічі наростив свій портфель ОВДП, який на кінець 2014 р. склав 318,1 млрд. грн. або майже 70% всіх локальних запозичень уряду. Це є ще одним фактом, що свідчить про неврегульованість фінансової незалежності НБУ.

Слід згадати, що це в період кризи, розвиток ринку державних цінних паперів активізувався, що можна б вважати позитивною тенденцією в аспекті створення передумов посилення ролі процентного каналу монетарної трансмісії. Однак занижена, адміністративно встановлена, дохідність за державними цінними паперами унеможливила їх застосування НБУ як інструментів грошово-кредитної політики через непривабливість та неліквідність цих цінних паперів на ринку. З іншого боку дохідність державних цінних паперів не може перевищувати темпи приросту ВВП, оскільки це може призвести до росту боргового навантаження на бюджет країни.

На сьогодні, рівень покриття загального обсягу прямого державного та гарантованого державою зовнішнього боргу міжнародними резервами у десять разів нижчий, ніж під час фінансової кризи 2008-2009 рр., і становив на початок 2015 р. лише 19,4%, що при від'ємному сальдо поточного рахунку зумовлює високу ймовірність невиконання державою зобов'язань перед зовнішніми кредиторами. Показник відношення міжнародних резервів до короткострокового зовнішнього боргу за кінцевим терміном погашення, знизився до 13,7% на початок 2015 р. у порівнянні з 83,9% в 2008 р. В поточному році сума виплат за борговими зобов'язаннями перевищила обсяг міжнародних валютних резервів, що введе до збільшення рівня ризику оголошення дефолту за зовнішніми борговими зобов'язаннями уряду [3, с. 8].

Втрата частини ресурсного потенціалу банківською системою в 2014 р., зумовлена впливом депозитів і погіршенням ліквідності та платоспроможності банків, досягла таких обсягів, що найближчим часом держава очевидно не зможе розглядати банківську систему як потенційного фінансового донора.

До початку світової фінансової кризи 2008 р. банківський сектор був основою швидкого розвитку економіки та характеризувався високими прибутками, активним розвитком кредитування в іноземній валюті, що серед іншого призвело до прийняття додаткових ризиків. Під час глобальної кризи 2008-2009 рр., внаслідок девальвації гривні з п'яти до більше ніж восьми грн. за дол. США, значно зросли неплатежі за кредитами в іноземній валюті, зменшилася вартість капіталу банків, що створило тиск на коефіцієнт достатності капіталу. Перед банківським сектором постала проблема ліквіднос-

ті: близько 90% банків призупинили кредитування, було введено заборону на дострокове зняття депозитів. Частка проблемних активів зростає до 13,7% сукупного кредитного портфеля. Усе це супроводжувалося негативними тенденціями й у реальній економіці: у 2009 р. реальний ВВП знизився на 15%, реальний наявний дохід населення – на 10%, а рівень безробіття підвищився до 9,6%. Збитки банківської системи у 2009 р. становили 38,5 млрд. грн.

У 2010-2014 рр. фінансова система відновлювалася: середньорічні темпи зростання банківських кредитів становили 7,24%, а депозитів – 15,34%, водночас кредитування небанківськими фінансовими установами набуло особливо активного розвитку – обсяг кредитів наданих кредитними установами за цей період збільшився у 2,2 рази, ломбардами – 2,6 рази, фінансовими компаніями – 18 разів [6]. Після трьох років збиткової діяльності банківська система стала прибутковою лише у 2012 р., але показник рентабельності капіталу залишався на низькому рівні.

В 2014 р. фінансовий результат більшості комерційних банків був від'ємним – банківська система зазнала 53 млрд. грн. збитку. Залишки коштів клієнтів на рахунках в банках України за 2014 р. зменшилися в національній валюті на 56 млрд. грн., або 13,4%, а в іноземній – на 11 млрд. дол. США, або 36,8% [6]. Системні банки зіткнулися з найбільшим відтоком вкладів, але отримали рефінансування в набагато менших обсягах, ніж реальні втрати. В сучасних умовах триває очищення банківської системи від проблемних та неплатоспроможних банків з одночасним переходом їх клієнтів на обслуговування до більш фінансово стійких банківських установ.

Аналіз стану банківської системи України за 2008-2014 рр. дозволяє виділити такі невирішені проблеми її розвитку, що дестабілізують фінансову систему:

- низький рівень та якість капіталізації комерційних банків;
- зниження рівня ліквідності банківських установ;
- значний обсяг проблемних активів у портфелях банків і проведення ними надто ризикових операцій;
- недосконала система захисту вкладів фізичних осіб, що посилює недовіру населення до фінансових установ і загострює проблему формування ресурсної бази банків;
- «відтік депозитів», зростання масштабів готівкового обігу та активізація «чорного» ринку валюти, у зв'язку з введенням НБУ адміністративних обмежень;
- висока концентрація капіталу в групі найбільших банків, що може призвести до розширення практики домовленостей і змов великих банків між собою, проведення валютних спекуляцій;
- втрата іміджу серед іноземних інвесторів тощо.

Капіталізація національного фондового ринку як один із головних індикаторів розвитку знаходиться на досить низькому рівні. Така ситуація пов'язана з відсутністю достатньої пропозиції інструментів фондового ринку з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості, ліквідності та захищеності, а також відносно незначним обсягом інвестиційного капіталу. В Україні сформувався також проблеми, пов'язані зі спекулятивним характером фондового ринку, що пояснюється переважанням неорганізованого ринку над організованим (70-85%). Ринок характеризується диспропорцією розвитку його інституційних елементів.

За умов виведення коштів з банківської системи та нерозвиненості фінансового ринку, центральний банк втрачає можливість адекватно спрогнозувати дію інструментів монетарної політики на економічні процеси. Так, важко передбачити вплив зміни

короткострокової процентної ставки, як головного інструмента грошово-кредитної політики в умовах ІТ, на інші процентні ставки, особливо враховуючи той факт, що в процентному каналі існує розрив на першому етапі дії трансмісійного механізму.

Як показує досвід країн з активною процентною політикою, критерієм ефективності дії процентного каналу на початковому етапі є незначна волатильність короткострокових ставок на міжбанківському ринку, пологість кривої дохідності [4, с. 157]. Необхідно визнати, що сучасна процентна політика НБУ за вказаними критеріями є недостатньо ефективною. В період кризи ліквідності розмір ставок овернайт на міжбанківському ринку України сягав понад 70%. Незважаючи на деякі зауваження, процентна політика НБУ в період 2009–I півріччя 2014 рр. все більше наближалася до західних норм: величина корегування ставки знижувалася до десятих процента, а лаг між змінами зростає, ставки за забезпеченими кредитами овернайт та депозитами овернайт сформували чіткі орієнтири вартості ресурсів на фінансовому ринку, а їх процентний коридор до квітня 2014 р. мав тенденцію до звуження.

Слабкий вплив процентної політики, особливо, зміни офіційних ставок рефінансування, на темпи інфляції опосередковано вказує на монополюну природу інфляційних процесів в Україні. Справді, у структурі споживчого кошика, що використовується для розрахунків індексу інфляції (ІСЦ), частка продуктів харчування перевищує 50%, що значно вище показників у сусідніх країнах, які мають порівнянний з українським рівень доходів населення. У результаті, якщо скласти частки продовольчих сировинних товарів і адміністративних цін, то виявиться, що не менш як 40% кошика ІСЦ, становлять товари й послуги, на ціни яких монетарна політика не може вплинути. Відсутність чіткого розмежування поняття «чистої інфляції», що розраховується виключно за індексами ринкових цін, і «брудної інфляції» (з урахуванням індексів адміністративно регульованих цін), а також в цілому непрозорий режим розрахунку макроекономічних показників, що враховуються під час монетарного регулювання, робить неможливим побудову точної та надійної економетричної моделі прогнозування цільового рівня інфляції та відстеження впливу інструментів грошово-кредитної політики на економіку України для адекватного реагування на мінливі економічні процеси. Тому в умовах дії ІТ НБУ повинен мати у своєму розпорядженні добре **розвинену технічну інфраструктуру збору і обробки економічної інформації**, аналізу оперативних статистичних даних, досконалу систему каналів комунікації з громадськістю. Певні кроки в цьому напрямі вже зроблено зусиллями вітчизняних науковців, які займалися розробкою монетарного правила для економіки України і, загалом, вивченням проблеми запровадження ІТ в перехідних економіках.

Щодо оцінки **сприятливості економічної структури**, то МВФ використовує такі індикатори як: ступінь відкритості економіки, рівень доларизації економіки, коефіцієнт впливу на інфляцію обмінного курсу, чутливість до цін на сировину [1, с. 46].

Українська економіка є відкритою, про що свідчить показник зовнішньоторговельної квоти, слабо диверсифікованого, енергозалежного, з високою часткою сировинного та споживчого імпорту, що найбільш чутливий до коливання цін на світових ринках. Частка експорту товарів і послуг у ВВП коливається у межах 50-70% ВВП, що підтверджує критичну залежність української економіки від зовнішньоторговельної кон'юнктури. А як відо-

мо, у відкритій імпортозалежній економіці, в умовах зростання рівня доларизації та нерозвиненого фінансового ринку вплив обмінного курсу на інфляцію здійснюється миттєво. Саме тому, у вітчизняній економіці все ще найбільш вагомим залишається канал обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики. Провівши розрахунки рівня депозитної та кредитної доларизації в Україні з 2008 р. до серпня 2015 р. ми можемо зробити наступні висновки:

- рівень доларизації економіки впродовж всього аналізованого періоду перевищує граничнодопустиме значення (30%);

- найвищий рівень кредитної доларизації простежувався 2008 р. і дорівнював 59,1%, депозитної доларизації – 2015 р. у розмірі 55,9%, що на 6,3 в.п. більше ніж у 2009 р. Зазначимо, що вітчизняні практики вважали рівень доларизації української економіки у 2008 р. через фінансово-економічну кризу набагато вищим (до 65%), зважаючи на те, що населення тримає значну частину іноземної валюти у формі тезаврації, а не тільки на рахунках у комерційних банках;

- вищий рівень доларизація активів (кредитів) співпадає з періодами підвищених темпів інфляції в країні, а доларизація пасивів відображає недовіру населення до монетарної політики, яку проводить центральний банк країни.

До однієї з найважливіших проблем доларизації економіки належить той факт, що НБУ позбавляється можливості чітко впливати на стабільність гривні. У доларизованій економіці порушується дія каналів монетарної трансмісії, послаблюється дія процентної ставки, що суттєво підвищує невизначеність в монетарній сфері, посилює вплив монетарних шоків і ризики боргової кризи.

Професор Тель-Авівського університету Л. Лейдерман, фахівець Міжнародного валютного фонду Р. Майно та економіст Центрального банку Чилі Е. Парадо вважають, що незважаючи на специфіку каналів грошової трансмісії в доларизованій економіці, введення ІТ вносить позитивні сигнали для економічних суб'єктів. Це пов'язано з тим, що прозора та передбачувана монетарна політика центрального банку при режимі ІТ забезпечує низькі інфляційні очікування, а відтак приводить до зниження рівня доларизації економіки [9].

Поділяємо думку Т. Кричевської, що характер інфляційних процесів в Україні не є основним мотивом запровадження ІТ. Основна причина – проблеми макроекономічного регулювання, пов'язані з монетарним режимом прив'язки де-факто курсу гривні до долара США [1, с. 37]. Відповідно до постулатів економічної теорії, в умовах вільного руху капіталу не можливо одночасно підтримувати валютний курс і забезпечувати цінову стабільність. МВФ наполягав на підвищенні гнучкості обмінного курсу і поступовому переході до ІТ ще у 2005 р., коли курс гривні перебував під значним ревальваційним тиском. Однак НБУ, надаючи перевагу адміністративним методам регулювання, провів лише одномоментну ревальвацію курсу на 5% у квітні 2005 р. У 2009 р. НБУ дозволяв певну гнучкість гривні, в тому числі з огляду на вже традиційну вимогу МВФ у рамках програми фінансування stand-by. Однак з січня 2010 р. було фактично відновлено прив'язку гривні до долара США на рівні близькому до 8 грн за дол. США. Для підтримки стабільності обмінного курсу НБУ був змушений проводити валютні інтервенції у дуже великих обсягах, що призвело до скорочення обсягу міжнародних резервів до критичного рівня. Саме інтервенційна політика регулятора на валютному ринку є одним

із визначальних факторів, що посилює вплив ефекту переносу в Україні. Вплив динаміки валютного курсу посилюється із переходом на гнучке курсоутворення згідно з постановою НБУ від 06.02.2014 р. Вважаємо, що **перехід до системи відносно плаваючого обмінного курсу гривні** в даний період був необґрунтованим, оскільки в Україні не були створенні належні передумови для ринкового встановлення обмінного курсу. Політична нестабільність, активізація девальваційних очікувань суб'єктів ринку, валютні спекуляції тощо спричинили додатковий тиск на гривню та, як наслідок, зростання рівня інфляції. З іншого боку, зміна режиму валютного курсу є сигналом для банківської системи про потребу запровадження власного хеджування від валютних ризиків та необхідність розвитку форвардного ринку (внутрішні ринки форвардних та ф'ючерсних контрактів, на сьогодні, є нерозвиненими та неліквідними в Україні), адже вже не можна покладатися на те, що НБУ завжди утримуватиме постійний обмінний курс гривні до долара. Крім цього, за гнучкого обмінного курсу реагування може здійснюватися за допомогою поєднання заходів у сфері обмінного курсу, грошово-кредитної політики й політики доходів.

Висновки і пропозиції. Виходячи з вищенаведеного аналізу, можна стверджувати, що в Україні не було сформовано достатніх передумов для запровадження ІТ та переходу до гнучкого курсоутворення. Однак, як свідчить міжнародний досвід, жодна з країн, які запроваджували ІТ, не мала ідеальних економічних передумов. Дослідження, проведене МВФ, показало, що нові ринкові економіки

на момент запровадження ІТ виконували вимоги щодо технічної інфраструктури на 29%, стійкості фінансової системи на 41%, інституційної незалежності на 59% і економічної структури на 36%. У багатьох випадках покращення умов відбувалося вже після переходу до ІТ. Звичайно, відсутність належно сформованих передумов запровадження ІТ перешкоджає досягненню інфляційного таргету на початкових етапах, але не унеможлиблює імплементацію даного режиму.

На сьогодні вже розроблено план дій з розвитку фінансового ринку і переходу до повномасштабного ІТ, при послідовній реалізації якого умови для функціонування даного монетарного режиму в Україні будуть створені. Вже за перше півріччя 2015 р. вдалося прийняти зміни до законодавчих актів щодо розбудови інституційної спроможності НБУ, запобігання включення авансового перерахування прибутку центрального банку до державного бюджету. Важливе значення має зміна порядку формування загальних резервів НБУ, що надасть можливість регулятору наростити золотовалютні резерви. Наступним має бути знаття адміністративних обмежень на валютному ринку, що можливо після реструктуризації державного боргу та проведення ряду реформ, щодо яких ведеться активна співпраця з МВФ.

Оскільки чинники впливу на інфляцію мають як монетарний, так і немонетарний характер, ефективність ІТ в Україні залежатиме від взаємоузгодженості дій центрального банку та уряду. Механізм координації дій НБУ та уряду при реалізації в умовах ІТ грошово-кредитної та фіскально-бюджетної політик відповідно потребує детального дослідження.

Список літератури:

1. Гриценко А. А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні: наукова доповідь / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик. – Київ: Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2008. – 271 с.
2. Мишкін, Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
3. Моніторинг факторів, що створюють ризики стійкості державних фінансів України: науково-аналітичні матеріали / А. І. Даниленко, В. В. Зимовець; НАН України; Ін-т екон. та прогноз. – К. – 2015. – С. 2–13.
4. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: наук.-аналіт. матеріали / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – Вип. 9. – 144 с.
5. Офіційний сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>
6. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
7. Про Державний бюджет України на 2015 рік: Закон України від 28.12.2014 № 80-VIII, зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/80-19/page>
8. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV, зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
9. Leiderman L., Maino R., Parrado E. Inflation Targeting in Dollarized Economies // IMF Working Paper № 06/157. – 2006.

Андрущак Е.М., Горбатая Ю.В.

Львовский национальный университет имени Ивана Франко

АНАЛИЗ ПРЕДПОСЫЛОК ВВЕДЕНИЯ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ В УКРАИНЕ

Аннотация

В статье раскрыта экономическая сущность инфляционного таргетирования как монетарного режима. Проанализировано формирование необходимых предпосылок таргетирования инфляции в Украине. Исследованы взаимосвязи между независимостью Национального банка Украины и ключевыми макроэкономическими показателями. Также рассмотрены ключевые факторы роста уровня инфляции в отечественной экономике. На основании проведенного анализа, выделены основные факторы, которые препятствуют быстрому и эффективному переходу к полномасштабному инфляционному таргетированию и оценены перспективы функционирования этого режима в Украине.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, независимость центрального банка, финансовая стабильность, гибкое курсообразование, процентный канал.

Andrushchak E.M., Horbata J.V.
Ivan Franko National University of Lviv

THE ANALYSIS PRECONDITIONS FOR INTRODUCTION OF THE INFLATION TARGETING IN UKRAINE

Summary

The article describes economic gist of the inflation targeting as a monetary regime. The formation of necessary prerequisites for inflation targeting in Ukraine has been analyzed. Interrelations between independence of The National Bank of Ukraine and key macroeconomic indicators have been investigated. The main drivers of inflation in the domestic economy also have been examined. Examining the factors, which are hindering implementation of inflation targeting in Ukraine, prospects of this regime in Ukraine have been appraised.

Keywords: the inflation targeting, independence of the central bank, financial stability, flexible exchange rate, interest rate channel.

УДК 330.44

МОДЕЛЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПОВЕДІНКИ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ, ПОВ'ЯЗАНОЇ З МЕТОЮ РАЦІОНАЛЬНОГО ВИБОРУ

Бандоріна Л.М., Удачина К.О., Лозовська Л.І.
Національна металургійна академія України

У статті узагальнено поняття економічної поведінки, з іншої точки зору визначено поняття «економічна альтернатива». Проведено дослідження економічної поведінки суб'єкта господарювання з урахуванням існуючої проблеми визначення раціональної стратегії інвестування у сфері інформаційних технологій. У якості економічних альтернатив розглянуто проекти впровадження інформаційних технологій в рамках кожної із чотирьох базових стадій: становлення, зростання, стабілізації (зрілості), скорочення (спаду) ділової активності. Запропоновано особливий підхід до моделювання економічної поведінки суб'єктів господарювання з урахуванням нерівномірності та невизначеності процесів розвитку економічної системи, в основу якого покладено вивчення економічних альтернатив з метою раціонального вибору. Доведено, що першим кроком при створенні алгоритму поведінки компанії у економічному середовищі є визначення її цілей та готовність до можливих змін. У роботі наголошено на проблемі вибору критеріїв, оскільки вони виступають важливими чинниками при оцінці рейтингу альтернативних проектів. Розроблена концептуальна модель складається з ряду етапів, які у комплексі дозволяють визначити найбільш доцільну економічну альтернативу для досягнення ефективного управління підприємством у сучасних економічних умовах.

Ключові слова: економічна альтернатива, критерії, цілі, рейтинг, раціональний вибір, економічна поведінка, інформаційні технології.

Постановка проблеми. Господарська активність може проявлятися у впровадженні сучасних інформаційних технологій, нового дизайну продукту, у новому процесі виробництва, у новому підході до маркетингу або в новій методиці підвищення кваліфікації працівників. При цьому завжди відбувається вкладення капіталу в підвищення кваліфікації і одержання знань (інтелектуальну складову), у фізичні активи і підвищення репутації торговельної марки.

Грамотна економічна поведінка суб'єкта господарювання створює конкурентні переваги, породжуючи принципово нові сприятливі можливості на ринку, або ж дозволяє заповнити сегменти ринку, на які інші суперники не звернули уваги. Наприклад, у галузях автомобілебудування і побутової електроніки японські компанії домоглися значних переваг за рахунок особливої уваги до компактних моделей, що мають менші розміри і споживають менше енергії, якими зневажають їхні іноземні конкуренти, вважаючи такі моделі менш вигідними і менш привабливими.

Ринкова форма економічної поведінки суб'єкта характеризується ініціативністю, гнучкістю, напруженою динамікою, розрахунком на власні сили, мотивацією на високі результати. Суб'єкти, орієнтовані на таку форму економічної поведінки, є основою

формування ринкових відносин, представниками нового економічного мислення.

Досягнення стабільності, підвищення конкурентоспроможності, отримання максимального ефекту за рахунок правильно виробленої стратегії при управлінні підприємством було і залишається актуальною задачею для багатьох підприємців. Мінливі умови ринкової економіки змушують шукати нові інструменти, методи та підходи для побудови універсального алгоритму моделювання економічної поведінки з урахуванням динамічних особливостей економічної системи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичну та методологічну основу досліджень склали праці вітчизняних та зарубіжних вчених: концепція раціональної поведінки Г. Саймона [1, с. 8], стратегічний інноваційний менеджмент Г. Я. Гольдштейна [2, с. 23], класична модель «економічної людини» А. Сміта [3, с. 109], роботи Г. Беккера [4], П. Хейне [5] та Д. Аріелі [6].

Певні практичні результати загальнонаукових методів не дають чіткого відображення поведінки економічного суб'єкта, що потребує більш детального дослідження у цьому напрямку.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Сьогодні не існує єдиної моделі еко-