

**Kolchar Y. A.**

***Customer base as a key rationale for the acquisition of Ukrainian banks***

*The author analyzed the economic essence of the customer base as an intangible asset of the bank and especially its recognition in the financial statements of banks. The major transaction at the domestic banks with international were investigated. The economic characteristics of core deposits intangibles and customer relationships were identified as a part of a bank's customer base.*

**Key words:** *customer base, customer relationships, business combination, intangible assets, goodwill.*

Колчар Юлія Олександрівна – здобувач Інституту регіональних досліджень НАН України, економіст Управління Національного банку України в Одеській області.

УДК 336.748.12(477)

*В. С. Бойко*

## **ЧИННИКИ ГАЛЬМУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ В УКРАЇНІ У 2011–2012 РОКАХ**

*На підставі оцінок 2SLS за місячними даними 2002–2013 рр. встановлено, що до зниження темпу зростання споживчих цін зі середини 2011 року могли спричинитися погіршення циклічної позиції промислового сектору і підвищення світових цін на пшеницю. Виявлено сприятливі для гальмування інфляції характеристики періоду 2011–2012 рр. Підтверджено результати попередніх досліджень щодо високої інерційності української інфляції.*

**Ключові слова:** *інфляція, інфляційна інерція, цикл ділової активності.*

**Постановка завдання.** З осені 2011 року в Україні спостерігається стрімке зниження інфляції споживчих цін, яке загалом нагадує цінову динаміку зразка 2000–2002 рр. (рис. 1). Цей факт пояснюється в широкому аналітичному спектрі: несприятлива циклічна позиція, високе безробіття, стиснення грошової маси, стабільність обмінного курсу, сповільнення темпів зростання цін на світових товарних ринках [3, с. 20–21], високий урожай сільськогосподарської продукції, адміністративне стримування цін на деякі товари і послуги [4, с. 9], політична стабільність і пов'язане з цим зниження інфляційних очікувань [1, с. 3], підвищення середньозваженої ставки за депозитами в національній грошовій одиниці, зменшення обсягів кредитуван-

© В. С. Бойко, 2013

ня резидентів [2, с. 3–10], корекція рівня цін після стрімкого прискорення інфляції у 2007–2008 рр. і наступного обмеження пропозиції грошової маси [5, с. 7–16].

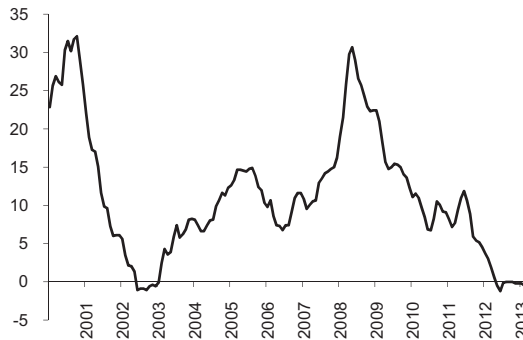


Рис. 1. Інфляція в Україні, 2000–2013 рр.

Джерело: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

Окремі пояснення виглядають суперечливо. Приміром, важко погодити припущення щодо грошової стабільності і зниження інфляційних очікувань із підвищенням попиту на іноземну валюту. Водночас зауважено прямий зв'язок між пропозицією грошової маси та інфляцією може реалізовуватися через цикл ділової активності. Також немає певності щодо інфляційних наслідків вищих цін на сировинні товари, адже це може мати стимулювальний вплив на обсяги виробництва аграрної продукції і таким чином сприяти зниженню цін.

**Метою статті** є вивчення чинників інфляційного процесу в Україні, що повинно сприяти реалістичному поясненню раптового зниження цін у 2011–2012 рр. На відміну від інших досліджень, увагу акцентовано на механізмах можливого інфляційного впливу циклічної позиції промислового виробництва та експортних цін на пшеницю.

**Аналіз попередніх досліджень.** Численні пояснення стрімкого зниження цін в українській економіці у 2011–2012 роках можна систематизувати так: 1) перебування економіки у спадній фазі циклу ділової активності, 2) проведення рестрикційної монетарної політики, 3) підтримання стабільності грошової одиниці, 4) дія сприятливих шоків з боку сукупної пропозиції, включно зі стримуванням темпу зростання реальної заробітної плати. Збільшення зовнішньої заборгованості могло сприяти зниженню інфляції як через акумуляцію валютних резервів і створення відповідних «заспокійливих» сигналів для валютного ринку, так і з допомогою сприятливих ефектів з боку сукупної пропозиції.

У більшості випадків автори розглядають сукупність зовнішніх і внутрішніх чинників гальмування інфляції. Приміром, експерти НІСД уповільнення темпів зростання цін пов'язують зі зниженням споживчого попиту внаслідок циклічного спаду в українській економіці (середнє відхилення ВВП від потенційного рівня за три квартали 2011 року становило  $-0,7\%$ ), високим безробіттям, підвищеним попитом на іноземну валюту, діями НБУ щодо активного проведення мобілізаційних операцій, стабілізацією цін виробників [3, с. 20–22]. Подібно до інших досліджень, визнається важливість грошової стабільності як чинника гальмування інфляції, але стверджується про наростання розриву між динамікою номінального і реального обмінних курсів, що інтерпретується ознакою накопичення потенціалу девальвації гривні на рівні 8–10% станом на кінець 2011 року. Зрозуміло, що такий факт не сприяє очікуванням цінової і грошової стабільності.

Зі середини 2011 року наслідки зменшення зовнішнього попиту нівелиювалися збільшенням внутрішнього компоненту сукупного попиту за рахунок експансійної фіскальної політики, тоді як спостерігалось обмеження пропозиції грошової маси. Приміром, Ю. Колобов стверджує про «підтримання належного рівня внутрішнього споживчого попиту як важливого чинника стабільного економічного зростання» [1, с. 3]<sup>1</sup>. Не відкидаючи впливу низки чинників сукупного попиту і пропозиції, найголовнішими чинниками стримування інфляції називаються помірно жорстка грошово-кредитна і бюджетно-податкова політики, котрі «обмежували надмірне зростання споживчого попиту й забезпечили прогнозовану динаміку обмінного курсу гривні щодо долара США». З такою позицією можна погодитися лише частково. Якщо монетарна політика НБУ справді виглядає рестрикційною, то цього не можна сказати про фіскальну політику, адже дефіцит бюджету перевищив 50 млрд грн, або 3,5% від ВВП. Також суперечливим видається твердження щодо відновлення довіри до економіки загалом і грошової одиниці зокрема. У такому разі важко пояснити стрімке зростання попиту на іноземну валюту, що призвело до чистого придбання населенням 10 млрд доларів 2011 року і ще 9,2 млрд доларів – 2012-го.

Про відновлення довіри до економіки можна було стверджувати до початку 2011 року, але після річного періоду стагнації показника промислового виробництва зі середини 2012-го виразно спостерігається спадна тенденція (рис. 2).

---

<sup>1</sup> Конкретно збільшення сукупного попиту пояснюється реноваційними процесами у виробничому секторі та реалізацією низки інфраструктурних проектів за програмою підготовки до Чемпіонату Європи з футболу 2012 року, а також зростанням доходів населення в номінальному і реальному вимірах – на 17,6 та 8,7% відповідно [1, с. 3].

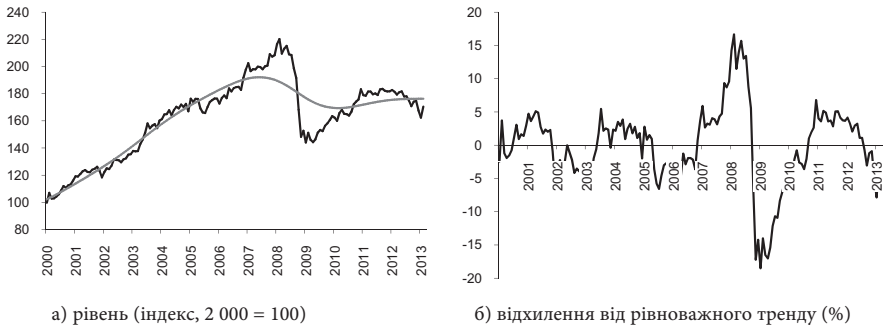


Рис. 2. Циклічна позиція промислового виробництва, 2000–2013 рр.

Примітка. Розраховано за даними НБУ

Виразно помітно, що післякризова стабілізація промислового сектору відбулася на нижчому рівноважному рівні (рис. 2а), а це може свідчити про вичерпання потенціалу економічного зростання на застарілій технологічній основі. Станом на початок 2013 року рівноважний тренд перебуває на 9% нижче від докризового рівня. Циклічна позиція виявляє поступове сповільнення промислового виробництва з початку 2011 року і перехід до повноцінної рецесії зі середини 2012-го, що могло стати одним із потужних антиінфляційних чинників, тим паче за умови рестрикційної монетарної політики, покликаної забезпечити стабільність грошової одиниці.

О. Петрик підтримує припущення щодо вагомості монетарного чинника в гальмуванні цінової динаміки, передусім в аспекті зниження базової інфляції, яка характеризує інфляцію попиту, але визнає істотний вплив високого врожаю сільгосппродукції та стримування тарифів на послуги, які регулюються адміністративно [4, с. 9].

На підставі регресійної моделі М. Макаренко і К. Жулінська виявили антиінфляційний вплив підвищення ставки за гривневими депозитами і скорочення обсягів кредитування резидентів [2, с. 3–10]. Оскільки обидва чинники спостерігались у 2011–2012 рр., це може розглядатися поясненням зниження інфляції. Водночас автори наголошують на необхідності використання чинників сукупної пропозиції – поліпшення інвестиційного клімату і формування конкурентного середовища – як більш дієвого способу надійного гальмування інфляції.

**Виклад основного матеріалу.** Для вивчення функціональних залежностей інфляції використано таку статистичну модель:

$$\pi_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_i \pi_{t-i} + \sum_{j=0}^m b_j \Delta(y - \bar{y})_{t-j} + \sum_{j=1}^m c_j \Delta e_{t-j} + \sum_{j=1}^m d_j \Delta p_{t-j}^*, \quad (1)$$

де  $\pi_t$  – інфляція споживчих цін,  $\Delta r_t^*$  – динаміка цін світового ринку на українську пшеницю,  $\Delta e_t$  – номінальний ефективний обмінний курс.

Інфляція споживчих цін залежить від власних лагових значень, а також цін експорту та обмінного курсу. Така специфікація виглядає стандартною для функціональних залежностей інфляції і враховує дію чинників як сукупного попиту, так і пропозиції. Якщо різниця між поточним і рівноважним значеннями промислового виробництва характеризує «розрив» доходу, то обмінний курс можна вважати незалежним чинником і попиту, і пропозиції. У першому варіанті йдеться передусім про попит на товари чистого експорту-імпорту, який повинен зростати в разі знецінення обмінного курсу (необхідною передумовою слугує відома умова Маршалла – Лернера). Після девальвації грошової одиниці результуюче збільшення сукупного попиту може нівелюватися як низькими ціновими еластичностями в зовнішній торгівлі, так і несприятливим ефектом добробуту (залежність приватного споживання від вартості грошових та інших активів у реальному вимірі – з урахуванням агрегованого рівня цін). Водночас зміни обмінного курсу можуть впливати на сукупну пропозицію через вартість інвестиційних товарів імпорту. У такому разі девальвація грошової одиниці може мати несприятливий вплив через здорожчання імпорту машин, обладнання, сировини та напівфабрикатів.

Від здорожчання товарів традиційного експорту, яким для України є продукція аграрного сектору, слід очікувати збільшення сукупного попиту, яке повинно прискорити інфляцію, але цей ефект може нівелюватися впливом на сукупну пропозицію. Якщо прийняти, що надходження від експорту аграрної продукції використовуються для відновлення виробничого циклу вітчизняних сільськогосподарських підприємств та їхнього технологічного переоснащення, що важливо за умови екстремально високої вартості кредитних ресурсів, здорожчання сільськогосподарських товарів може мати сприятливий антиінфляційний вплив через ефекти сукупної пропозиції.

У «залежній» економіці з відмінною структурою попиту і пропозиції додаткові механізми впливу обмінного курсу та цін світового ринку на інфляцію створює поділ на товари внутрішньої і зовнішньої торгівлі. Девальвація грошової одиниці може мати інфляційний вплив не лише безпосередньо – через попит на експорт і здорожчання товарів імпорту, а й опосередковано – через переорієнтацію сукупного попиту на товари внутрішньої торгівлі. Водночас висока цінова еластичність виробництва в секторі товарів зовнішньої торгівлі та високе заміщення між попитом внутрішнього і зовнішнього ринків на зазначені товари може створити ситуацію, коли здорожчання експорту зернових культур чи будь-якої іншої сільськогосподарської продукції має антиінфляційний вплив. У такому разі послідовність причинно-наслідкових зв'язків є такою: здорожчання аграрних товарів на світових ринках поліпшує

фінансовий стан сільськогосподарських товаровиробників, що створює передумови для збільшення обсягів виробництва на обидва ринки – внутрішній та експортний. Надалі збільшення пропозиції продовольчих товарів на внутрішньому ринку створює належний антиінфляційний тиск.

Зі середини 2010 року ціни на вітчизняну пшеницю почали стрімко зростати (рис. 3а), що могло створити позитивний виробничий імпульс для аграрного сектору. Наприкінці 2011-го ціни дещо знизилися до рівня початку року, але надалі знову зросли. Зі середини 2012 року ціни знову знизилися, але залишаються значно вищими порівняно з 2009–2010 рр. Звичайно, найближчим часом не йдеться про повернення до рекордного рівня цін першої половини 2008 року, але так само немає підстав сподіватися на їхнє стрімке зниження.



Рис. 3. Вибрані потенційні чинники інфляції (індекс, 2 000 = 100), 2000–2013 рр.

Джерело: МВФ International Financial Statistics

Номінальний ефективний обмінний курс на сьогодні приблизно на 50% перевищує значення докризового 2008 року (рис. 3б). Це означає, що стрімка девальвація гривні восени 2008 року – на початку 2009-го створила достатній запас міцності для обмінного курсу. Примітно, що у 2006–2008 рр. – якраз напередодні світової фінансової кризи – номінальний ефективний обмінний курс знижувався завдяки знеціненню долара США до інших світових валют. За останні три роки стабілізувалися і обмінний курс гривні до долара США, і курс долара до євро та японської єни, що дозволяє сподіватися на тривале підтримання номінального ефективного обмінного курсу гривні на новому, нижчому рівні в найближчі кілька років.

**Отримані результати.** Функціональні чинники інфляції оцінено для відмінних часових вибірок і специфікацій, що відрізняються набором незалежних змінних. Використання часових рядів для 1996–2006 і 2002–2013 років має на меті не лише перевірку стійкості отриманих результатів, а й ідентифікацію можливих відмінностей щодо залежності інфляції від окремих чинників, як наприклад, циклічна позиція промислового виробництва.

За допомогою методу двокрокових найменших квадратів (2SLS) для вибірки 2002M1:2013M2 отримано такі результати:

$$\begin{aligned} \pi_t = & \quad 0,583 & +1,421\pi_{t-1} & -0,468\pi_{t-2} \\ & (3,34^*) & (12,99^*) & (-4,23^*) \\ & +0,059(y - \bar{y})_t & +4,990\Delta \log e_{t-1} & -1,848\Delta \log p_t^* & -0,882deflation, & (2) \\ & (3,77^*) & (1,46) & (-2,13^{**}) & (-3,23^*) \\ & & R^2 = 0,98 & ADF = -3,81^* \end{aligned}$$

де *deflation* – фіктивна змінна для врахування специфіки періоду 2011–2013 рр. (1 – для 2011M4:2013M2, 0 – для решти місяців).

Прискорення інфляції слід очікувати від позитивного «розриву» в промисловому секторі та зниження цін на пшеницю українського виробництва. Відповідно зниження обсягів промислового виробництва нижче від рівноважного тренду стало одним із чинників гальмування інфляції у 2011–2012 роках. Обернену залежність інфляції від світових цін на вітчизняну пшеницю найлегше пояснити переважанням ефектів сукупної пропозиції. Можна припустити, що у 2007–2008 рр. на прискорення інфляції впливали не так здорожчання аграрної сировини на світових ринках, як монетизація чистого припливу капіталу.

Від'ємний (і статистично значущий) коефіцієнт при фіктивній змінній *deflation* може означати ефективність програм адміністративного стримування цін і заробітної плати, професійність політики НБУ тощо або присутність окремих «непояснених» чинників, які стосуються періоду 2011–2013 рр.

Нижчий номінальний ефективний обмінний курс теж виглядає інфляційним чинником, але відповідному коефіцієнту бракує статистичної значущості. Водночас інфляційний вплив обмінного курсу стає набагато виразнішим, якщо виключити змінну цін на пшеницю:

$$\begin{aligned} \pi_t = & \quad 0,548 & +1,399\pi_{t-1} & -0,447\pi_{t-2} \\ & (3,10^*) & (12,65^*) & (-4,18^*) \\ & +0,055(y - \bar{y})_t & +8,591\Delta \log e_{t-1} & -0,844deflation. & (3) \\ & (3,51^*) & (2,83^*) & (-3,06^*) \\ & & R^2 = 0,98 & ADF = -5,91^* \end{aligned}$$

Водночас зміна специфікації регресійної моделі не призвела до відмінних результатів щодо впливу інших незалежних змінних, що засвідчує стійкість отриманих результатів. Інфляція так само залежить від «розриву» промислового виробництва і має перебільшену залежність від власного лагового значення, яке коригується через два місяці.

Примітно, що для вибірки місячних даних 1996–2005 рр. залежність інфляції від циклічної позиції промислового сектору втрачається:

$$\pi_t = 1,354\pi_{t-1} - 0,396\pi_{t-2} + 0,018(y - \bar{y})_{t-2} + 22,529\Delta e_t. \quad (4)$$

$$(13,40^*) \quad (-4,59^*) \quad (0,21) \quad (2,84^*)$$

$$R^2 = 0,99 \quad ADF = -3,92^*$$

Це означає, що притаманна промисловим країнам пропорційна залежність інфляції від циклу ділової активності з'явилася порівняно нещодавно. Так само для вибірки 1996–2005 рр. немає залежності інфляції від експортних цін на пшеницю. Також стає виразнішою пряма залежність цінової динаміки від зниження номінального ефективного обмінного курсу. Практично незмінним залишається специфічний характер інфляційної інерції, а саме: перебільшена залежність від значення з лагом у місяць надалі корегується через два місяці.

**Висновки.** Проведене дослідження показує, що до відчутного зниження інфляції зі середини 2011 року могли спричинитися погіршення циклічної позиції промислового сектору і підвищення світових цін на пшеницю. Окрім того, гальмуванню інфляції могли сприяти окремі особливості періоду 2011–2012 рр., як, наприклад, практиковане адміністративне стримування цін і заробітної плати або професійність політики НБУ тощо. Такий результат не суперечить численним припущенням щодо вагомості залежності вітчизняної інфляції від адміністративних чинників. Також підтверджено результати попередніх досліджень щодо високої інерційності української інфляції, але в дещо модифікованому варіанті, коли зміна цінової динаміки у поточному місяці має непропорційно великий вплив на її значення в наступному періоді, який згодом корегується через два місяці. На майбутнє підвищеної уваги заслуговує вивчення причин такого явища, яке виглядає досить нетипово.

#### Список використаних джерел

1. Колобов Ю. Монетарні параметри розвитку економіки України // Вісник НБУ. – 2012. – № 4. – С. 3–7.
2. Макаренко М., Жулінська К. Дослідження інфляційних чинників в Україні // Банківська справа. – 2011. – № 3. – С. 3–10.
3. Післякризовий розвиток економіки України: засади стратегії модернізації. – К.: НІСД, 2011. – 66 с.
4. Петрик В. Інфляція в Україні та її прогнозування в Національному банку // Вісник НБУ. – 2012. – № 5. – С. 9–12.
5. Шевчук В. Монетарні чинники післякризового гальмування інфляції в Україні, 2010–2011 рр. // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір: Зб. наук. пр. / В. С. Кравців (ред.). – Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2012. – Вип. 2 (94). – С. 7–16.



**Бойко В. С.**

**Факторы снижения инфляции в Украине в 2011–2012 гг.**

На основании оценок 2SLS за месячными данными 2002–2013 гг. установлено, что снижению темпа роста потребительских цен от середины 2011 г. могли благоприятствовать циклический спад промышленного производства сектора и повышение мировых цен на пшеницу. Установлено благоприятствующие для снижения инфляции характеристики периода 2011–2012 гг. Подтверждены результаты предыдущих исследований о высокой инерционности украинской инфляции.

**Ключевые слова:** инфляция, инфляционная инерция, цикл деловой активности.

**Boyko V. S.**

**Determinants of a downward inflationary pressure in Ukraine, 2011–2012**

Based on the 2SLS estimates of the 2002–2013 monthly dataset, it is established that a deceleration in the consumer inflation rate since the middle of 2011 could have been explained by industrial slump and high wheat export prices. Individual features of the 2011–2012 period also have been a factor behind inflationary deceleration. Results of previous research on high inflationary inertia in Ukraine are confirmed.

**Key words:** inflation, inflationary inertia, business cycle.

Бойко Віра Степанівна – здобувач Львівської комерційної академії.

УДК 336.717.061:330.101.541(477)

*А. Т. Вешко*

## **ОСОБЛИВОСТІ СТРУКТУРНОГО ВПЛИВУ КРЕДИТНОЇ ЕКСПАНСІЇ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ**

Проаналізовано взаємозв'язок між розвитком банківського сектору та іншими секторами економіки. Досліджено основні механізми впливу кредитної експансії на структуру економіки із «залежним» характером виробничої кривої. За допомогою методу двокрокових найменших квадратів з інструментальними змінними проведено емпіричне тестування цього процесу для економіки України.

**Ключові слова:** кредитна експансія, модель «залежної» економіки, структурні дисбаланси.

**Постановка проблеми.** Більшість багатих на природні ресурси економік не спроможні розвивати конкурентоспроможний промисловий сектор поза межами виробництва сировинної та низькотехнологічної продукції.

© А. Т. Вешко, 2013