



ЗМІСТ

РОЗДІЛ 1. ЕКОНОМІЧНА ТЕОРІЯ ТА МЕТОДОЛОГІЯ УПРАВЛІННЯ

<i>Савченко Т. Г.</i> ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ: ПРОБЛЕМИ ВПРОВАДЖЕННЯ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАСТОСУВАННЯ.....	3
<i>Казарінов Д. В.</i> СУТНІСТЬ ТА ФОРМИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ.....	13
<i>Боронос В. Г.</i> АНАЛІЗ ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНИХ ЗАСАД ФІНАНСОВОГО ПОТЕНЦІАЛУ.....	22

РОЗДІЛ 2. ТЕОРІЯ ФІНАНСІВ І БУХГАЛТЕРСЬКОГО ОБЛІКУ

<i>Журавка Ф. О., Скорба О. А.</i> МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ СУТНОСТІ ТА ЗМІСТУ АМОРТИЗАЦІЇ ОСНОВНИХ ЗАСОБІВ.....	27
<i>Пожар Т. О.</i> МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВО-БЮДЖЕТНОГО МЕХАНІЗМУ ДЕРЖАВНОГО ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛЮ	32
<i>Деркач О. М.</i> НАУКОВО-МЕТОДИЧНИЙ ПІДХІД ДО КОМПЛЕКСНОЇ ОЦІНКИ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ДЕРЖАВИ	36

РОЗДІЛ 3. БАНКІВСЬКА СПРАВА

<i>Колодізев О. М., Лесик В. О.</i> ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОСТІ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ НА ОСНОВІ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛІЗАЦІЄЮ ВІТЧИЗНЯНИХ БАНКІВ	42
<i>Klebanova T. S., Sergienko O. A., Sagaydachnaya O. S.</i> INSTRUMENTAL TOOLS OF MODELING OF MANAGING SYSTEM THE COMMERCIAL BANK'S ECONOMIC SECURITY	51
<i>Kostyuk O. M., Lapina Yu. H., Polevikova A. Yu.</i> OUTLINING OF INVESTMENT BANKING IN THE POST CRISIS EPOCH.....	58
<i>Лебідь О. В., Харькова О. В.</i> ПРОЦЕСНИЙ ПІДХІД В УПРАВЛІННІ ВАЛЮТНИМИ РИЗИКАМИ.....	64
<i>Богма С. Д., Гусев Я. О.</i> ВПЛИВ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ НА КОНКУРЕНЦІЮ В БАНКІВСЬКОМУ СЕКТОРІ УКРАЇНИ.....	71

УДК 338.23:336.74

*Т. Г. Савченко, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”*

ІНФЛЯЦІЙНЕ ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ: ПРОБЛЕМИ ВПРОВАДЖЕННЯ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАСТОСУВАННЯ

У статті проведено дослідження базових параметрів поточного монетарного режиму в Україні. За результатами дослідження встановлено, що поточний режим має формальні ознаки інфляційного таргетування, але центральний банк недостатньо повно застосовує інструменти монетарної політики для практичної реалізації даного режиму.

Ключові слова: монетарні режими, інфляційне таргетування, монетарна політика.

Постановка проблеми. Дослідження ключових параметрів поточного монетарного режиму в Україні дасть можливість сформулювати методологічні засади для подальшого вивчення окремих аспектів розробки та реалізації грошово-кредитної політики, зокрема, визначити доцільність розробки правила монетарної політики для національної економіки. До основних монетарних режимів можна віднести: таргетування монетарних агрегатів, таргетування валютного курсу, дуальний режим (передбачає орієнтацію як на цінову стабільність, так і на зростання економіки), інфляційне таргетування. Проблема ідентифікації монетарного режиму ускладнюється можливістю застосування різноманітних монетарних режимів перехідного типу, які характеризуються ситуативним використанням інструментів монетарної політики без дотримання чітких цілей та пріоритетів, притаманних окремому монетарному режиму.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Активне обговорення проблеми доцільності впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні розпочалось понад десять років тому, коли національна економіка вийшла на траєкторію

зростання та відбулась певна стабілізація макроекономічних параметрів. Зокрема, Національним банком України протягом 2002–2004 рр. було проведено декілька конференцій, на яких авторитетні науковці, представники Національного банку та закордонні експерти обговорювали стратегічні орієнтири монетарної політики.

Зокрема, професор А. А. Гриценко (колишній керівник Експертно-аналітичного центру Ради НБУ) у своєму дослідженні [1] ще десять років тому ставив правомірне питання щодо розуміння змісту основної функції НБУ, яка визначена статтею 99 Конституції України як “забезпечення стабільності грошової одиниці держави”. На думку автора, категорія “стабільність грошової одиниці” повинна розглядатись з точки зору методології сумісно розділеного таргетування. Тобто основною ціллю визначається досягнення стабільності грошової одиниці, яка залежно від поточних умов може передбачати таргетування інфляції або валютного курсу. Він також зазначає, що інфляція здійснює безпосередній вплив на усі інші макроекономічні показники, тому вона повинна бути пріоритетною ціллю грошово-кредитної політики. На думку А. А. Гриценка, в умовах збалансування економіки та грошово-кредитної сфери доцільно таргетувати інфляцію

як найбільш інтегрований показник. Однак при нестабільності валютного курсу даний показник стає пріоритетним і підлягає першочерговому урівноваженню.

Представник Банку Англії Джилл Хеммонд у своїй доповіді розкрив методичні підходи до визначення цільових орієнтирів інфляції [2]. Він зазначає, що єдиного загальноприйнятого визначення поняття “інфляційне таргетування” не існує, однак найбільш повним є визначення, сформульоване Б. Бернанке. У ньому вказується на дві ключові ознаки інфляційного таргетування: 1) факт офіційного оголошення кількісних орієнтирів щодо рівня інфляції на один чи більше горизонти планування; 2) офіційне визнання цільових орієнтирів інфляції кінцевою метою монетарної політики.

Джилл Хеммонд зазначає, що у 1990 році Резервний банк Нової Зеландії був єдиним центральним банком, що проводив політику інфляційного таргетування, однак станом на квітень 2002 року вже 20 центральних банків застосовували дану політику. За цей же період кількість банків, що встановлювали кількісні цільові орієнтири інфляції, зроста майже у 10 разів – з 6 до 59 [2]. Автор підкреслює, що в умовах стабільної економіки оптимальним є низький, але не нульовий рівень інфляції. Наприклад, основною ціллю Європейського центрального банку (ЄЦБ) є підтримка річних темпів росту гармонізованого індексу споживчих цін (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)) як основного індикатора інфляції на рівні, що наближається (але не перевищує) 2% [3]. Також у своїй роботі представник банку Англії, з позиції міжнародного досвіду, досліджує практичні аспекти впровадження інфляційного таргетування. На нашу думку, дана робота містить ряд цінних рекомендацій, врахування яких дозволить забезпечити прийнятну ефективність впровадження інфляційного таргетування.

Необхідність впровадження інфляційного таргетування офіційно визнавалась Національним банком України ще у 2001 році. Наприклад, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік (схвалені рішенням Ради Національного банку України від 14 вересня 2001 року № 24), зазначалось, що НБУ поступово формуватиме умови для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики [5].

Мета статті – дослідити ключові параметри поточного монетарного режиму в Україні та визначити рівень їх відповідності режиму інфляційного таргетування.

Виклад основного матеріалу. Проблема впровадження інфляційного таргетування постійно була однією із ключових тем для обговорення у колі фахівців з монетарної політики. Незважаючи на перманентні теоретичні дискусії щодо даної проблеми, у яких брали активну участь представники як органів влади, так і наукової спільноти, до 2010 року не вносились принципові зміни до законодавства для впровадження інфляційного таргетування в Україні.

У липні 2010 року були прийняті зміни до Закону України “Про Національний банк України”, які на законодавчому рівні дозволили сформувати достатні передумови для впровадження інфляційного таргетування. Даним змінам передували публічні консультації щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності. Матеріал, який пропонувався для публічної дискусії у межах зазначеної проблеми, був сформований групою аналізу політики Національного банку України та викладений у так званій “Зеленій книзі” [9]. Після публічного обговорення потенційних напрямків та можливих альтернатив розв’язання проблем, викладених у Зеленій книзі, було сформульовано пропозиції щодо конкретних заходів, спрямованих на зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності, які були опубліковані у так званій “Білій книзі” [9]. На думку авторів даного документа, негативний вплив більшості чинників можна нівелювати шляхом внесення змін до Закону України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 [10]. Пропонуємо розглянути порівняльний аналіз проекту змін до закону, запропонованих авторами Білої книги у 2008 році, та фактичні зміни до закону від липня 2010 року (табл. 1).

Аналіз змісту таблиці 1 дає підстави вважати, що зміни від 09.07.2010 були переважно спрямовані на вирішення розглянутих вище проблем щодо обмеженого впливу НБУ на цінову стабільність. Поточна редакція закону враховує практично усі ключові пропозиції, викладені у Білій книзі, щодо нівелювання дії негативних чинників перших двох груп: 1) вплив політичних змін, настроїв на політику НБУ; 2) нечіткість цілей монетарної політики.

Однак невирішеними залишаються проблеми, пов’язані з третьою групою чинників: недосконала система комунікацій НБУ з Урядом і суспільством. Одним із фактів, що підтверджує існування проблем у даній сфері, є неопублікування Національним банком України Основних засад грошово-кредитної політики на 2011, а також на 2012 рік.

Таблиця 1 – Зміни до Закону України “Про Національний банк України” щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності (складено автором)

Статті закону	Проект змін від 2008 року	Фактичні зміни від 09.07.2010	Рівень врахування проекту
6	Визначення цілі монетарної політики як забезпечення цінової стабільності	Пріоритетність підтримки цінової стабільності при реалізації основної функції НБУ	повне
18	Встановлення кваліфікаційних вимог до кандидатів на посаду Голови НБУ (фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація, відсутність конфлікту інтересів і т.д.) та продовження терміну перебування Голови НБУ на посаді до семи років	Голова НБУ призначається на посаду строком на сім років. Встановлено кваліфікаційні вимоги до кандидатів на посаду Голови НБУ: фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація; відсутність прямого чи опосередкованого зв'язку із бізнесом, призупинення членства у політичних партіях	повне
18	Виключення із зазначеного закону положень, які припускають можливість звільнення Голови НБУ за політичними мотивами	Виключено положення щодо звільнення Голови НБУ за: 1) поданням Президента України в межах його конституційних повноважень; 2) внаслідок відставки за власною заявою з політичних причин	повне
16	Кількість членів Правління НБУ повинна становити дев'ять осіб. Встановлення кваліфікаційних вимог до членів Правління НБУ та визначення підстав їх звільнення	Правління НБУ складається з одинадцяти осіб	часткове
10	Встановлення кваліфікаційних вимог до членів Ради НБУ (фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація, неналежність до політичних партій і т.д.), уточнення підстав звільнення з посади	Встановлено кваліфікаційні вимоги до членів Ради НБУ та уточнено підстави їх звільнення з посади. Зокрема, зазначається, що особа не може бути членом Ради НБУ, якщо вона має представницький мандат або є керівником органу державної влади чи членом керівних органів політичної партії	повне
9, 13, 15	Розмежування функцій Ради НБУ та Правління НБУ, а також скасування права відкладального вето Ради НБУ щодо рішень Правління НБУ	Частково розмежовано функції Ради НБУ та Правління НБУ, а також скасовано право відкладального вето Ради НБУ щодо рішень Правління	часткове
24	Внесення змін щодо розробки Основних засад грошово-кредитної політики на середньостроковий термін (3 роки). При розробці Основних засад ГКП доцільно використовувати макроекономічні прогнози та оцінки НБУ	Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності НБУ у середньостроковій перспективі. При розробленні Основних засад використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України	часткове
5	Відміна авансового (щоквартального) перерахування прибутку НБУ до Держбюджету	Внесено зміни до статті 5 та введено у дію статтю 5-1	повне

На нашу думку, крім розглянутих вище статей, безпосередній вплив на застосування положень Закону України “Про Національний банк України” має зміст термінів, що використовуються у даному законі та визначаються статтею 1. Найбільш важливим у контексті нашого дослідження є уточнення поняття “цінова стабільність”. У попередній редакції закону зазначалось, що дане поняття означає забезпечення стабільності цін шляхом регулювання курсу гривні. У поточній редакції цінова стабільність – це забезпечення стабільних та низьких темпів інфляції, які визначаються індексом споживчих цін, на середньостроковому часовому горизонті (3–5 років). Розглянуті зміни змісту поняття “цінова стабільність” опосередковано вказують на зміну пріоритетів монетарної політики у напрямку визначення

ключовим орієнтиром діяльності НБУ досягнення цільових середньострокових рівнів інфляції.

Дана теза повністю підтверджується змістом нової редакції статті 6 Закону України “Про Національний банк України”. Потрібно підкреслити, що у попередній та поточній редакціях даної статті наявне твердження, що основною функцією НБУ відповідно до Конституції України є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Однак трактування даної функції у межах статті 6 закону кардинально змінилось. Якщо раніше вказувалось, що на виконання даної функції НБУ повинен забезпечувати стабільність банківської системи, та у межах своїх повноважень сприяти досягненню цінової стабільності, то після змін, внесених у 2010 році, чітко визначається пріоритетність підтримки цінової стабільності при реалізації основної функції Національного

банку. Стабільність банківської системи визначається ціллю другого рівня (після цінової стабільності), а підтримка стійких темпів економічного зростання – ціллю третього рівня.

Таким чином, прийняття розглянутих вище змін юридично закріпило перехід до режиму інфляційного таргетування. Зазначимо, що внесення розглянутих вище змін до Закону України “Про Національний банк України” значною мірою обумовлювалось необхідністю виконання рекомендацій МВФ щодо посилення незалежності та підзвітності НБУ для отримання подальших кредитів даної міжнародної організації. У листі до МВФ від 16.07.2010 за підписом Прем’єр-міністра України, міністра фінансів та Голови Національного банку був оформлений запит щодо затвердження для України кредитної програми “Стенд-бай” у сумі 10 млрд. СПЗ на період з липня 2010 року по грудень 2012 року [11].

У додатку до даного листа наведено Меморандум про економічну та фінансову політику (МЕФП), який містить опис основних заходів, які зобов’язується здійснити Україна у контексті співробітництва з МВФ. Зокрема, у пункті 16 МЕФП [11] зазначається, що відповідно до рекомендацій МВФ буде введено у дію зміни до Закону “Про НБУ”, які передбачатимуть: визначення чіткої ієрархії цілей НБУ, зокрема встановлення, що при виконанні своєї основної функції НБУ має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі; посилення автономії НБУ з метою забезпечення ефективності монетарної політики; посилення фінансової автономії та прозорості НБУ відповідно до оптимальної міжнародної практики.

Крім того, у МЕФП міститься ряд положень, які чітко вказують на прийняття Україною зобов’язання перед МВФ поступово впроваджувати режим інфляційного таргетування. Відповідно до пункту 14 даного документа основною метою монетарної політики визначається утримання рівня базової інфляції в межах однозначних показників за результатами 2010 року і зниження загального ІСЦ до рівня не вище 5 відсотків у середньостроковій перспективі [11]. Також зазначається, що в міру того, як відновлюватиметься національна фінансова система та механізми трансмісії стануть більш зрілими – монетарна політика України більш чітко орієнтуватиметься на переважне використання процентної ставки як основного інструмента монетарної політики та забезпечення гнучкості обмінного курсу.

Враховуючи факт схвалення 28 липня 2010 року Радою Директорів МВФ програми “Стенд-бай” для України на загальну суму 15,15 млрд.

доларів США, розглянуті вище зобов’язання України щодо формування більш динамічної монетарної політики з орієнтацією на внутрішню цінову стабільність та впровадження режиму гнучкого валютного курсу отримали статус офіційних орієнтирів державної економічної політики. Дана теза підтверджується змістом Програми економічних реформ на 2011–2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”, розробленої Комітетом економічних реформ при Президенті України [12]. Одним із основних індикаторів успішного розвитку фінансового сектора, які визначені даною програмою, є досягнення рівня інфляції 5–6 % до 2014 року, а також відсутність різких змін курсу гривні протягом 2011–2014 років. Такий середньостроковий орієнтир грошово-кредитної політики повністю узгоджується із зобов’язанням України, узятим у межах програми “Стенд-бай”.

Цільові середньострокові орієнтири основних макроекономічних показників для України деталізовані у запиті щодо затвердження програми “Стенд-бай”, який був підготовлений співробітниками МВФ та оприлюднений на офіційному сайті даної організації (табл. 2) [13]. Проаналізувавши зміст даної таблиці, можна зробити висновки, що національні органи державної влади та МВФ орієнтуються на утримання індексу споживчих цін у межах 10 % за результатами 2011 та 2012 років. Також передбачається різке зменшення темпів інфляції (більше ніж на третину) за результатами 2013 року та подальше утримання даного показника на рівні 5 %, що відповідає цільовому орієнтиру, закріпленому у Меморандумі про економічну та фінансову політику.

Таблиця 2 – Індикатори розвитку економіки України на 2010–2015 рр.*

Показник	Період (рік)					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ріст реального ВВП	3,7	4,3	4,8	4,5	4,3	4,0
Рівень безробіття	8,8	7,9	7,4	7,1	6,9	6,6
ІСЦ (на кінець періоду)	12,0	9,2	9,0	5,9	5,0	5,0
Сальдо поточного рахунку (у відсотках від ВВП)	-0,7	-1,8	-2,6	-2,8	-3,0	-3,1

*Структуровано автором на основі даних МВФ [13], органів влади України, індикаторів розвитку світової економіки, оцінок та прогнозів персоналу МВФ

У лютому 2011 року на офіційному сайті МВФ були опубліковані результати першого перегляду виконання угоди “Стенд-бай” між Україною та МВФ [14]. Представники МВФ ще раз наголосили

на необхідності, в міру подолання негативних наслідків фінансової кризи, впровадження більш гнучкого режиму обмінного курсу та доцільності послідовного впровадження заходів антиінфляційної політики. Причому вказується на безпосередній взаємозв'язок та взаємну обумовленість зазначених вище цілей.

Узагальнюючи результати дослідження офіційних документів, можна зробити висновок щодо націленості органів державної влади на впровадження монетарної політики, спрямованої на досягнення цінової стабільності та підвищення гнучкості обмінного курсу. Однак детальне вивчення хронології прийняття документів та дослідження їх змісту дає підстави стверджувати, що реформування монетарної політики не проводиться у межах цілісної, узгодженої, науково обгрунтованої та публічної концепції. Розглянуті зміни переважно обумовлювались політичною доцільністю та необхідністю отримання кредитів Міжнародного Валютного Фонду.

Таким чином, необхідно проаналізувати показники, які б засвідчили рівень практичної ефективності реформування монетарної політики України. На нашу думку, індикаторами позитивного впливу змін грошово-кредитної політики, у контексті впровадження інфляційного таргетування та лібералізації курсоутворення, можуть бути: досягнення цільових показників інфляції; збільшення волатильності обмінного курсу та зменшення волатильності індексів споживчих цін; зменшення обсягів валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку;

зменшення рівня інфляційних очікувань суб'єктів господарювання.

Спочатку проаналізуємо досягнення цільових показників інфляції за результатами 2010 та 2011 року (табл. 3).

Таблиця 3 – Цільові та фактичні показники інфляції в Україні*

Показник	Цільові орієнтири		Фактичні значення	
	2010 р.	2011 р.	2010 р.	2011 р.
ІСЦ	12,0	9,2	9,1	4,6
БІСЦ	однозначні показники	7,9	7,9	6,9

*Структуровано автором на основі даних МВФ [13] та інформації офіційного сайту НБУ [15]

Як видно із даної таблиці, значення індексу споживчих цін (ІСЦ) за результатами 2010 року було істотно менше, ніж прогнозувалось у документах МВФ. За результатами 2011 року значення ІСЦ у два рази менше ніж цільовий орієнтир. Значення базового індексу споживчих цін (БІСЦ) також перебувають у межах цільових орієнтирів. У цілому, за даним критерієм, розглянуті вище зміни у грошово-кредитній політиці можна оцінити позитивно.

Далі проаналізуємо волатильність обмінного курсу та індексів споживчих цін. Використовуючи дані офіційного сайту НБУ [15], проаналізуємо динаміку наступних показників: середньомісячний обмінний курс гривні до долара США, щомісячні значення ІСЦ у розрахунку до грудня попереднього року, щомісячні значення БІСЦ у розрахунку до грудня попереднього року (рис. 1).

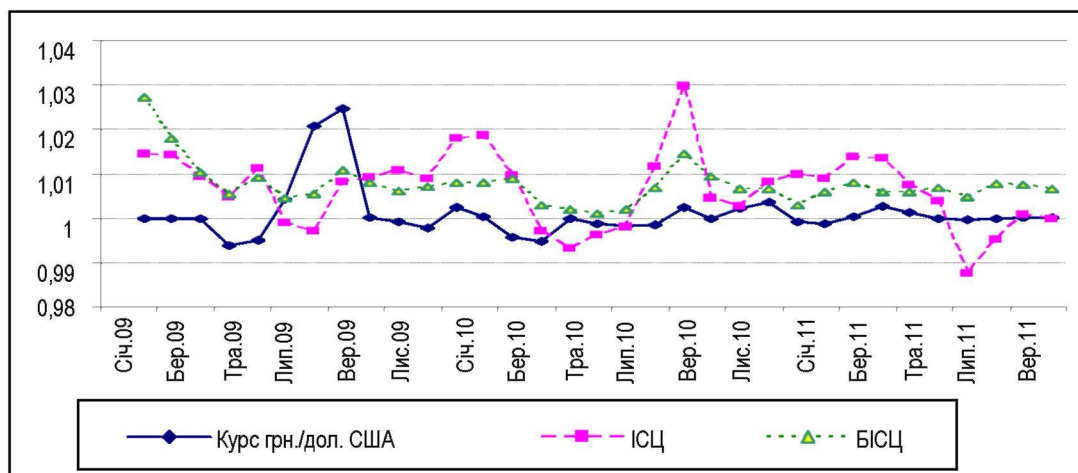


Рисунок 1 – Місячні коефіцієнти зростання обмінного курсу та індексу споживчих цін в Україні протягом 2009–2011 років (складено автором)

Для представлення даних у порівняльному вигляді усі показники наведені у ланцюгових місячних коефіцієнтах зростання (для січня кожного року коефіцієнт зростання індексу споживчих

цін розраховано по відношенню до 100 %). Проаналізувавши дані, наведені на рис. 1, можна зробити висновок щодо більшої стабільності обмінного курсу гривні у порівнянні із індексом

споживчих цін протягом періоду, що досліджувався. Після внесення проаналізованих вище змін до Закону України “Про Національний банк України” у липні 2010 року волатильність обмінного курсу істотно зменшилась, а волатильність індексу споживчих цін, навпаки – зросла.

Висновки щодо більшої стабільності обмінного курсу у порівнянні із показниками інфляції

підтверджуються аналізом показників волатильності, які розраховані для трьох періодів: увесь період дослідження (33 місяці), 15 місяців до внесення змін до Закону “Про НБУ” (липень 2010 року), та 15 місяців після внесення змін до Закону “Про НБУ” (табл. 4).

Таблиця 4 – Порівняльний аналіз стабільності показників інфляції та обмінного курсу до та після змін до Закону “Про НБУ” (складено автором)

Показник	За весь період			До внесення змін до Закону “Про НБУ” (квітень 2009 р. – червень 2010 р.)			Після внесення змін до Закону “Про НБУ” (серпень 2010 р. – жовтень 2011 р.)		
	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ	Курс грн./дол. США	ІСЦ	БІСЦ
Середнє значення	1,00108	1,00659	1,00760	1,00188	1,00612	1,00650	1,00062	1,00658	1,00707
Дисперсія	0,00004	0,00007	0,00002	0,00007	0,00006	0,00001	0,00000	0,00008	0,00001
Середньоквадратичне відхилення	0,00596	0,00841	0,00479	0,00864	0,00761	0,00285	0,00143	0,00919	0,00242
Коефіцієнт варіації	0,60 %	0,84 %	0,48 %	0,86 %	0,76 %	0,28 %	0,14 %	0,91 %	0,24 %

Як видно із таблиці 4, коефіцієнт варіації для обмінного курсу після внесення змін до закону становить 0,14%, а до моменту внесення – 0,86%; варіація індексу споживчих цін відповідно становила 0,76% та 0,91%. Отже, після внесення змін до закону стабільність обмінного курсу збільшилась приблизно у 6 разів, а стабільність індексу споживчих цін зменшилась на 20%.

Наведені результати аналізу свідчать, що Національний банк продовжує активно регулювати значення обмінного курсу. Таким чином, за критерієм волатильності обмінного курсу та індексів споживчих цін практична ефективність реформи монетарної політики є низькою. Позитивно

можна оцінити лише незначне зменшення волатильності базового індексу споживчих цін. Однак сам спосіб розрахунку базової інфляції передбачає визначення стійкої динаміки цін з виключенням короткострокових нерівномірних змін цін, викликаних шоками пропозиції, сезонними факторами, а також адміністративним регулюванням тарифів та цін.

Для підтвердження наших висновків щодо недостатньої волатильності обмінного курсу гривні проаналізуємо динаміку основних вільноконвертованих валют за аналогічний період (рис. 2).

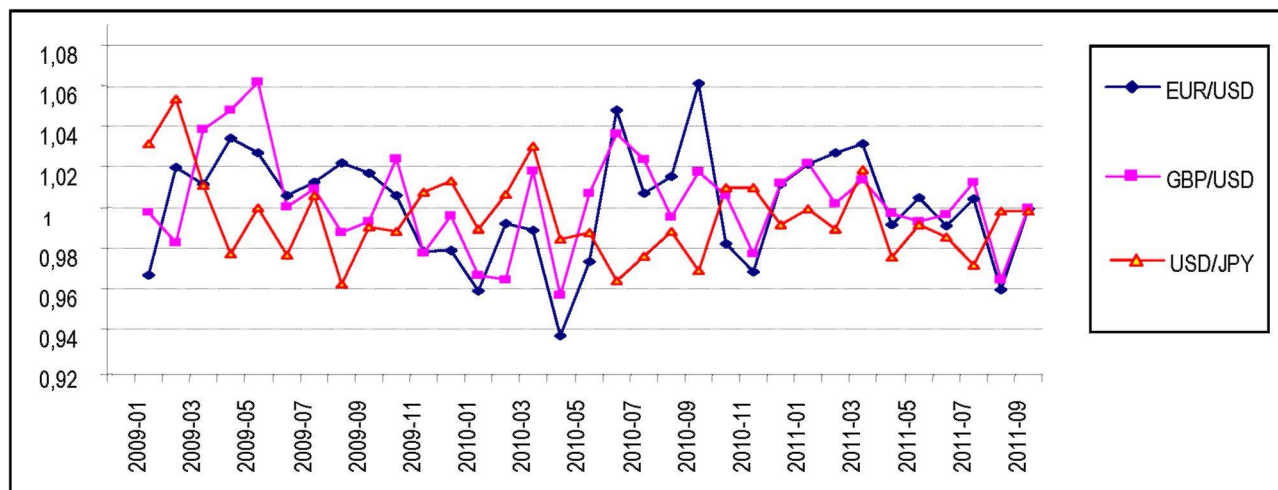


Рисунок 2 – Місячні коефіцієнти росту обмінного курсу основних вільноконвертованих валют протягом 2009–2011 років (складено автором)

Для дослідження обрано валютні пари EUR/USD, GBP/USD та USD/JPY, за якими здійснюється переважний обсяг конверсійних операцій на міжнародних валютних ринках. Розрахунки ґрунтуються на статистичних даних, які розміщено на сайті Федеральної резервної системи [16].

За результатами аналізу даних, наведених на рисунку 2, можна зробити декілька висновків. По-перше, значення усіх досліджених валютних пар коливаються більше, ніж курс гривні до долара США. Значення коефіцієнта варіації вільноконвертованих валют у середньому у 3–5 разів перевищувало відповідне значення коефіцієнта варіації курсу гривні до долара США.

По-друге, для вільноконвертованих валют характерні симетричні коливання навколо рівноважних значень (див. рис. 2). З іншого боку, для курсу гривні до долара США коливання мали менш симетричний характер, що обумовлюється істотним впливом Національного банку на курсову динаміку шляхом проведення валютних інтервенцій. Таким чином, фактична динаміка валютного курсу гривні протягом 2009–2011 років засвідчує істотний регулятивний вплив Національного банку України на курсоутворення.

Для порівняльного аналізу цінової динаміки в Україні та економічно розвинутих країнах світу дослідимо показники інфляції США, Європейського Союзу, та країн єврозони. Розрахунки

ґрунтуються на даних щодо гармонізованого індексу споживчих цін (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), які публікуються на сайті Євростату [17].

Як зазначалось вище, Європейський центральний банк проводить класичну політику таргетування інфляції, визначаючи своїм основним цільовим орієнтиром забезпечення цінової стабільності. Під ціновою стабільністю розуміється досягнення щорічного росту значення індексу HICP на рівні нижчому ніж (але близькому до) 2 %. Цільова функція Федеральної резервної системи США формулюється більш широко, ніж для Європейського центрального банку. Федеральна резервна система не встановлює формальний цільовий рівень інфляції, але її керівництво вважає, що прийнятний річний темп росту інфляції складає близько 2 % відсотків або дещо нижче [18]. Таким чином, формально США не реалізує класичну політику інфляційного таргетування, однак фактично цільові орієнтири щодо інфляції у ФРС та ЄЦБ збігаються.

Проаналізувавши зміст табл. 5, можна зробити висновок, що волатильність показників інфляції у США та країнах Євросоюзу у середньому в 2–2,5 разу менша, ніж волатильність ІСЦ в Україні. Причому цінова динаміка має більш симетричний характер: у більшості періодів значення коефіцієнтів росту цін коливалось у межах $\pm 0,1$.

Таблиця 5 – Аналіз волатильності гармонізованого індексу споживчих цін (HICP) (складено автором)

Показник	За весь період			Квітень 2009 р. – червень 2010 р.			Серпень 2010 р. – жовтень 2011 р.		
	США	Євросоюз	Єврозона	США	Євросоюз	Єврозона	США	Євросоюз	Єврозона
Середнє значення	1,00273	1,00221	1,00190	1,00238	1,00176	1,00141	1,00306	1,00272	1,00254
Дисперсія	0,00001	0,00001	0,00002	0,00001	0,00001	0,00002	0,00002	0,00002	0,00002
Середньоквадратичне відхилення	0,00349	0,00361	0,00457	0,00322	0,00325	0,00429	0,00389	0,00390	0,00489
Коефіцієнт варіації	0,35 %	0,36 %	0,46 %	0,32 %	0,32 %	0,43 %	0,39 %	0,39 %	0,49 %

Джерело: авторські розрахунки

Підсумовуючи аналіз волатильності обмінного курсу та індексів споживчих цін в Україні, можна зробити висновок щодо недостатньо ефективного впливу з боку НБУ на стабільність цінової динаміки. З іншого боку, Національний банк здійснює істотний регулятивний вплив на стабільність валютного курсу. Таким чином, реформування монетарної політики у напрямку забезпечення цінової стабільності за даним критерієм є неефективним.

Наступним критерієм ефективності політики є зменшення обсягів валютних інтервенцій НБУ

на міжбанківському валютному ринку. Аналіз проводився на основі статистичних даних щодо функціонування валютного ринку, які публікуються на офіційному сайті НБУ [15]. На рисунку 3 наведено щомісячні показники сальдо інтервенцій НБУ (зі знаком “+” – купівля центральним банком валюти, а зі знаком “-” – продаж). На правій осі зазначено абсолютну величину сальдо інтервенцій, а на лівій – частку інтервенцій у обсязі операцій з безготівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України (купівля та продаж у доларовому еквіваленті).

Проаналізувавши рис. 3, можна зробити два основні висновки. По-перше, частка сальдо інтервенцій у структурі загального обсягу операцій з безготівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку (МВР) у другій

половині 2010 та протягом 2011 року зменшилась. Однак дана тенденція обумовлена збільшенням обсягу операцій на МВР та включенням у статистичні показники операцій Державної казначейської служби України.

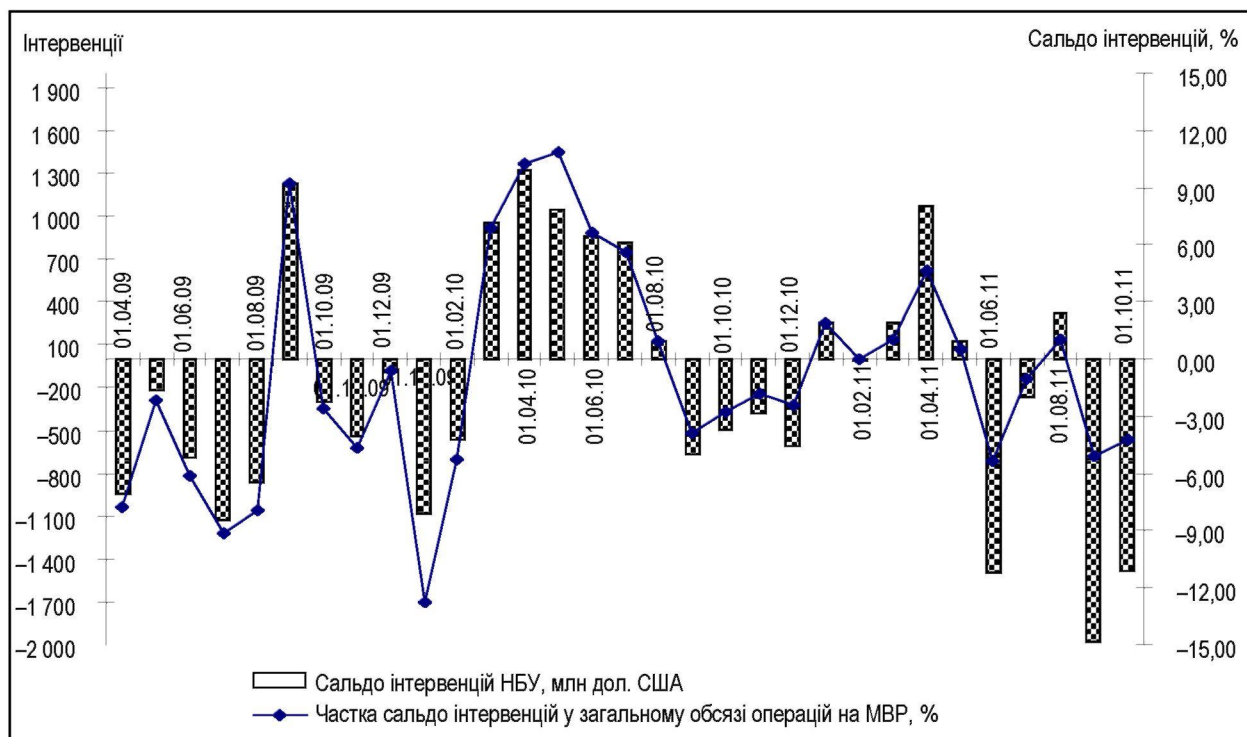


Рисунок 3 – Динаміка валютних інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку протягом 2009–2011 років (сформовано автором на основі даних офіційного сайту НБУ [15])

По-друге, після внесення змін до Закону України “Про НБУ” та підписання договору з МВФ у липні 2010 року Національний банк не зменшив вплив на валютний ринок через здійснення валютних інтервенцій. Наприклад, у вересні та жовтні 2011 року від’ємне сальдо валютних інтервенцій становило близько 2 млрд. доларів США та 1,5 млрд. доларів США відповідно. Дані показники істотно перевищують середні обсяги інтервенцій за досліджуваний період. Таким чином, впливаючи через інтервенції на курс гривні на МВР, Національний банк безпосередньо впливає на динаміку офіційного курсу гривні.

Однак позитивно можна оцінити факт формальної лібералізації визначення офіційного валютного курсу. Відповідно до пункту 3 Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [22] офіційний курс гривні до долара США визначається за середньозваженим курсом продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку України, що склався за попередній робочий день, з можливим відхиленням $\pm 2\%$. Курси гривні до інших валют визначаються із враху-

ванням курсу гривні до долара США. Як зазначалось вище, даний підхід також закріплено Меморандумом з МВФ.

Як витікає із наведених вище результатів аналізу, Національний банк активно використовує валютні інтервенції для впливу на валютний курс гривні. Потрібно підкреслити, що більшість східноєвропейських країн впровадили монетарний режим інфляційного таргетування або взагалі відмовились від інтервенцій центрального банку на валютному ринку, або звели їх до мінімуму. Наприклад, центральний банк Польщі з 1999 року не проводить прямих або непрямих валютних інтервенцій, а центральний банк Чехії – з 2003 року [21, с. 229–237]. Угорщина та Словаччина запровадили широкий валютний коридор $\pm 15\%$ та мінімізували втручання центрального банку у функціонування валютного ринку.

Для підтвердження наших висновків щодо істотної керованості курсу гривні проведемо порівняльний аналіз динаміки курсу валют країн СНД та Східної Європи до долара США за результатами 2011 року (рис. 4). Як видно з рисунка, курс національної валюти України з початку

2011 року девальвував лише на 0,35 %. Таким чином, гривня, поряд з туркменським манатом та казахським тенге, за результатом 2011 року стали найбільш стабільними валютами серед країн СНД та Східної Європи.

Керівник дослідницько-аналітичного центру компанії FOREX CLUB Микола Івченко зазначає [23], що дана ситуація визначається політикою НБУ, яка спрямована на підтримку стабільності

національної валюти. З іншого боку, у країнах Східної Європи із гнучким режимом курсоутворення національні валюти істотно девальвували за результатами 2011 року: польський злотий – на 14,7 %; угорський форинт – на 12,7 %; чеська крона – на 5,2 %. Таким чином, ми підтвердили гіпотезу щодо істотного впливу Національного банку України на курсову динаміку гривні шляхом валютних інтервенцій.

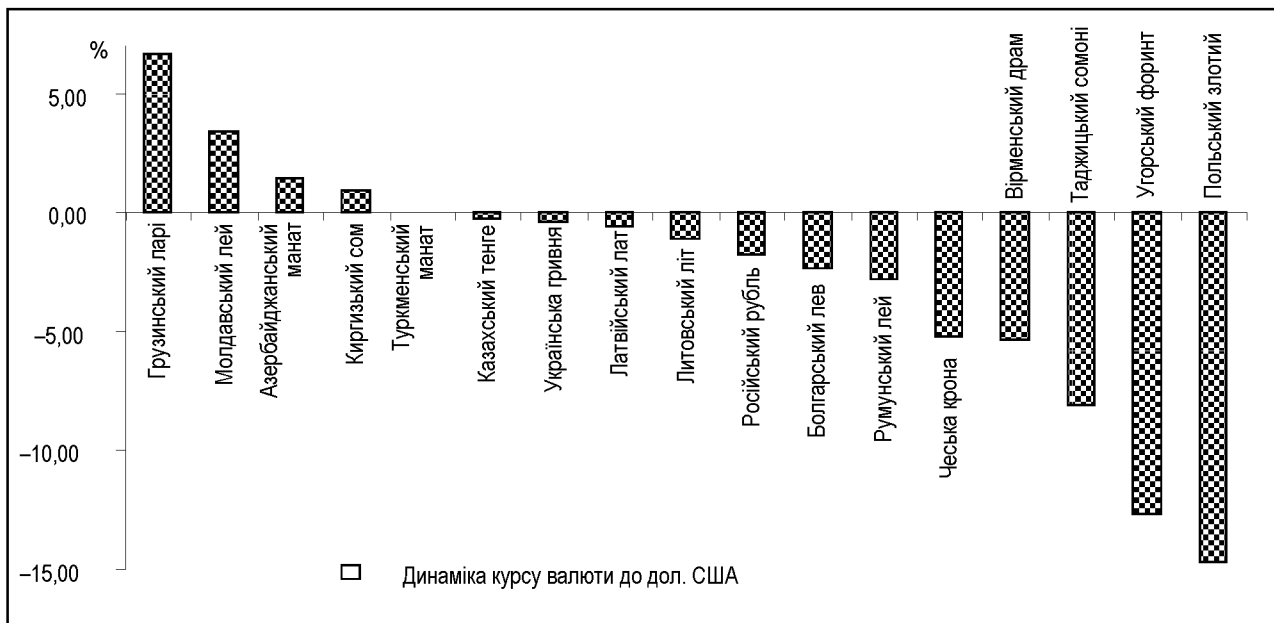


Рисунок 4 – Динаміка валют країн СНД та Східної Європи у 2011 році (сформовано автором на основі [23])

Останнім критерієм ефективності реформування режиму монетарної політики є зменшення рівня інфляційних очікувань суб'єктів господарювання. Починаючи з 2006 року, Національний банк України шляхом анкетування керівників суб'єктів господарювання досліджує ділові очікування підприємств України. За результатами даних досліджень щоквартально оприлюднюються аналітичні звіти. Використовуючи аналітичний звіт за III квартал 2011 р., проаналізуємо інфляційні очікування суб'єктів господарювання [19].

У даному звіті наводиться динаміка очікувань щодо зростання споживчих цін в Україні у наступні 12 місяців. Проаналізуємо зміни в інфляційних очікуваннях після внесення змін до Закону України "Про НБУ" та підписання договору з МВФ у липні 2010 року. За результатами III кварталу 2010 року інфляційні очікування щодо зростання споживчих цін в Україні посилились: у III кварталі 2010 року очікувана середня інфляція на наступні 12 місяців становила 14,5 % порівняно з прогнозованими в II кварталі 2010 року 11,8 %. Протягом наступних трьох кварталів інфляційні очікування залишались високими, прогнозоване значення інфляції коливалось у межах 14,1–14,5 %. За резуль-

татами III кварталу 2011 р. інфляційні очікування суб'єктів господарювання незначно послабились і становили 13,6 %. Таким чином, керівництво суб'єктів господарювання або ґрунтовно не знайоме із реформуванням монетарної політики НБУ у напрямку забезпечення цінової стабільності (недоліки комунікаційної політики НБУ), або недостатньо довіряє даним реформам.

Висновки. У липні 2010 року в Україні внесено ряд змін до нормативних актів, які забезпечили достатні формально-юридичні умови для реформування монетарного режиму у напрямку впровадження інфляційного таргетування. Одним із ключових наслідків даної реформи було збільшення незалежності Національного банку України, що також вважається важливою передумовою впровадження інфляційного таргетування. Зокрема, індекс незалежності центрального банку України, розрахований на основі методики, запропонованої Віктором Козюком [20] (деякі показники були нами уточнені), до внесення змін до закону "Про НБУ" становив 12,5, а після внесення склав 19,5 (максимальне значення індексу становить 21). Тобто можна констатувати збільшення рівня незалежності НБУ приблизно у півтора рази.

Проаналізувавши показники ефективності реформування монетарної політики, складно зробити однозначні висновки. З одного боку, вдалось досягти цільових орієнтирів інфляції за результатами 2010 та 2011 років. З іншого боку, аналіз волатильності обмінного курсу та індексів споживчих цін, динаміки валютних інтервенцій НБУ та динаміки інфляційних очікувань суб'єктів господарювання засвідчує недостатню

внутрішню узгодженість та ефективність реформування монетарної політики у напрямку запровадження інфляційного таргетування. Таким чином, поточний режим монетарної політики доцільно визначити як "перехідний", що характеризується наявністю формальних ознак інфляційного таргетування та одночасною істотною орієнтацією на забезпечення стабільності валютного курсу.

Список літератури

1. Гриценко А. А. Стабільність грошової одиниці і шляхи її забезпечення / А. А. Гриценко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002 – 270 с.
2. Джилл Хеммонд. Встановлення цільових орієнтирів інфляції / Джилл Хеммонд // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали наукової конференції. – К., 2002. – 270 с.
3. Офіційний сайт Європейського центрального банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/index.en.html>.
4. Корабліна С. О. Визначення рівня інфляції: проблеми вибору орієнтирів // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002. – 270 с.
5. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік, схвалені рішенням Ради Національного банку України від 14 вересня 2001 року № 24 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36092>.
6. Яременко С. А. Выбор приоритетов в монетарной политике на разных этапах экономического развития / С. А. Яременко // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К, 2004. – 172 с.
7. Чарльз Інок. Україна – можливості та проблеми монетарної політики / Чарльз Інок // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали наукової конференції. – К, 2004. – 172 с.
8. Кораблин С. А. Ценовая стабильность: некоторые теоретические предпосылки и практические приложения / С. А. Кораблин // Монетарна політика в умовах економічного зростання : матеріали науково-практичної конференції. – К, 2004. – 172 с.
9. Офіційний сайт Центру адаптації державної служби до стандартів Європейського Союзу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.center.gov.ua/storinki-gap/rezultati-roboti.html>.
10. Про Національний банк України : закон України від 20 травня 1999 року № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.
11. Ukraine: letter of intent and memorandum of economic and financial policies [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>
12. Програма економічних реформ на 2011–2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.president.gov.ua/docs/Programa_reform_FINAL_2.pdf.
13. Request for Stand-By Arrangement and Cancellation of Current Arrangement [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>.
14. First Review Under the Stand-By Arrangement [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/country/UKR/index.htm?pn=2>.
15. Статистична інформація офіційного сайту НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
16. Офіційний сайт Федеральної резервної системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H10>.
17. Офіційний сайт Євростату [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>.
18. What is an acceptable level of inflation? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm.
19. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт за III кв. 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=84561>.
20. Козюк В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 7. – С. 19–24.
21. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

22. Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів: положення, затверджене постановою Правління НБУ від 12.11.2003 № 496 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>.
23. Николай Ивченко. Динамика валют стран СНГ и Восточной Европы в 2011 году. FOREX CLUB [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.forexclub.ua>.
Отримано 26.12.2011

Summary

Core parameters of current monetary regime in Ukraine are probed in the article. We made a conclusion that formal features of current monetary regime are close to inflation targeting but practical approaches to implementation of inflation targeting are not enough effective.

УДК 332.135:336.743

*Д. В. Казарінов, здобувач,
ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”*

СУТНІСТЬ ТА ФОРМИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

У статті узагальнено наукові підходи до визначення сутності регіональної валютної інтеграції. Досліджено рівні, форми та види регіональної валютної інтеграції.

Ключові слова: валютна інтеграція, форми регіональної валютної інтеграції, види регіональної валютної інтеграції.

Постановка проблеми. Прискорення розвитку міждержавних інтеграційних процесів – одна із основних тенденцій трансформації соціально-економічних систем у XXI столітті. Дана тенденція обумовлюється впливом багатьох факторів, ключовими з яких є: науково-технічні (розвиток каналів зв'язку та способів обробки і передачі інформації, зокрема інтернет-технологій; удосконалення транспортного сполучення; реалізація міжнародних наукових проектів і т.д.); економічні (розвиток міжнародної торгівлі; транснаціоналізація виробництва; трудова міграція і т.д.); соціально-політичні (досить ефективне функціонування міжнародних інститутів; відсутність глобальних воєнних конфліктів у другій половині XX століття; глобалізація світоглядної парадигми індивідуумів і т.д.).

Інтеграційні процеси одночасно проходять за декількома взаємопов'язаними напрямками: політичний, соціальний, культурно-етичний, економічний і т.д. У межах економічного напрямку найбільш активно розвивається фінансова, зокрема, валютна інтеграція. Необхідність подальших досліджень даного напрямку інтеграційних процесів обумовлена кількома чинниками. По-перше, циклічністю розвитку економічних процесів, зокрема кризових явищ, основні чинники яких останніх часом переважно лежать у площині фінансових відносин. Як наслідок фінансова інтеграція повинна підвищити стійкість національних економічних систем. По-друге, все більшою глобалізацією соціально-економічного середовища

життя людей, що створює об'єктивну передумову для інтенсифікації фінансової, зокрема, валютної інтеграції. По-третє, достатнє науково-теоретичне обґрунтування та практичне підтвердження можливості отримання економічних переваг від валютної інтеграції дозволяє використати апробований інструментарій для практичної реалізації інтеграційних процесів.

Аналіз останніх досліджень. Валютна інтеграція є одним із ключових предметів дискусії серед економістів, що займаються дослідженням інтеграційних процесів у економіці. Найбільша кількість робіт з даної проблематики присвячена теорії “оптимальних валютних зон” [11; 21; 26]. У межах даної теорії вивчаються критерії економічної доцільності формування міждержавних об'єднань у сфері валютних відносин, а також способи утворення даних об'єднань.

Ряд робіт вітчизняних [15; 21] та закордонних науковців [9; 10; 12; 22; 23; 28; 30] присвячено окремим аспектам регіональної валютної інтеграції. Однак відсутні комплексні дослідження щодо сутності та форм регіональної валютної інтеграції.

Мета даної статті полягає у дослідженні наукових підходів до визначення сутності регіональної валютної інтеграції, а також її рівнів, форм та видів.

Виклад основного матеріалу. Прояви економічної інтеграції (такі як, наприклад, зниження бар'єрів для міжнародної торгівлі) є об'єктом дискусій серед економістів щонайменше з часів Адама Сміта. Серед найбільш відомих комплексних досліджень з теорії економічної інтеграції